

Tilbudsplikt på konsolidert grunnlag

Kandidatnummer: 311

Leveringsfrist: 25.04.2007

Til sammen 15827 ord

25.04.2007

Innholdsfortegnelse

<u>1</u>	<u>INNLEDNING</u>	<u>4</u>
1.1	Temaet for avhandlingen	4
1.2	Lovhistorikk	5
1.3	Hensynene	9
1.3.1	Tillitskapende	9
1.3.2	Forutberegnelighet	10
1.3.3	Kontrollskifteargumentet	10
1.3.4	Likebehandling	12
1.3.5	Kontrollpremieargumentet	13
1.3.6	Hindre og redusere spekulative selskapsovertakelsene via aksjemarkedet	14
1.3.7	Risikomarked	14
1.3.8	Begrense det frie marked	15
1.3.9	Hensynet til internasjonale investorer	16
<u>2</u>	<u>GRUNNLEGGENDE VILKÅR FOR KONSOLIDERING</u>	<u>17</u>
2.1	Tilbudspliktsgrensen	17
2.2	Konsolidering	18
2.2.1	Konsolideringens rekkevidde	19
2.2.2	Nærstående - oversikt	20
2.2.3	Nærstående etter vphl § 1-4 nr. 1	20
2.2.4	Nærstående etter vphl § 1-4 nr. 2	22
2.2.5	Nærstående etter vphl § 1-4 nr. 3	24
2.2.6	Nærstående etter vphl § 1-4 nr. 4	25
2.2.7	Nærstående etter vphl § 1-4 nr. 5	26

2.2.8	Avgjørelsesmyndighet	36
2.2.9	Beviskrav	37
2.3	Når utløses tilbudsplikten på konsolidert grunnlag?	39
2.3.1	Indirekte erverv	41
2.3.2	Interne transaksjoner i en konsolidert gruppe	42
2.3.3	Etterfølgende erverv i en konsolidert gruppe	46
<u>3</u>	<u>VIRKNINGER</u>	<u>50</u>
3.1	Tilbud eller nedsalg?	50
3.2	Tilbudet	51
3.2.1	Hvem påligger tilbudsplikten i en konsolidert gruppe?	51
3.2.2	Tilbudspris	53
3.2.3	Opphør	56
3.3	Nedsalg	57
3.3.1	Hvem i den konsoliderte gruppe skal foreta nedsalget?	57
3.4	Midlertidig suspensjon av aksjonærrettigheter	58
3.5	Konsekvenser ved forsømmelse av tilbudsplikten	59
3.5.1	Suspensjon av aksjonærrettigheter	59
3.5.2	Tvangssalg av aksjer	62
3.5.3	Tvangsmulkt	63
<u>4</u>	<u>LITTERATURLISTE</u>	<u>1</u>
4.1	Litteratur	1
4.2	Lover	1
4.3	Forskrifter	2
4.4	Forarbeider	2
4.5	Direktiver	2
		2

4.6	Artikler	2
4.7	Elektroniske dokumenter	2
4.8	Vedtak og Uttalelser fra børsen	3

1 INNLEDNING

1.1 Temaet for avhandlingen

Verdipapirhandelloven av 1997 kapittel 4 gir regler om tilbudsplikt ved kvalifiserte erverv i norske selskaper notert på norsk børs. Med tilbudsplikt menes en rettslig plikt for den som erverver kontrollen i et selskap til – på visse vilkår - å fremsette et tilbud til selskapets øvrige aksjonærer om å erverve deres aksjer i selskapet.

Temaet for denne avhandlingen er ikke tilbudsplikt i sin alminnelighet, men en analyse av vilkår for- og virkninger av verdipapirhandellovens regler om tilbudsplikt utløst på et konsolidert grunnlag.

I vphl § 4-5 gis en uttrykkelig hjemmel for at det kan skje en identifikasjon - en konsolidering - av aksjeerververen og dennes nærstående i forhold til reglene om tilbudsplikt.

Både EU-direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud (takeover-direktivet), samt de foreslåtte lovendringer i verdipapirhandelloven kapittel 4 vil kommenteres fortløpende underveis.

Det presiseres imidlertid at oppgaven er en fremstilling av gjeldende rett.

Opgavens første del gir en redegjørelse for tilbudspliktens historiske utvikling, samt de hensyn som ligger bak tilbudspliktsreglene.

I annen del vil jeg se på vilkårene for konsolidering, mens tredje del tar for seg virkningene av å bli konsolidert.

1.2 Lovhistorikk

Erverv av aksjer kan skje ved direkte handel med enkeltaksjonærer eller ved oppkjøp i markedet. I motsetning til dette er et pliktig overtakelsestilbud en generell henvendelse til selskapets aksjonærer med tilbud om kjøp av alle aksjer i selskapet. Gjeldende verdipapirhandellov av 1997 kapittel 4 har regler om tilbudsplikt for børsnoterte selskaper, og jeg vil begynne med å gi en generell fremstilling disse reglers historiske utvikling.

Innledningsvis påpekes det at Norsk Finansanalytikers Forening i 1980 utarbeidet ”Veiledende normer for overtakelsestilbud og oppkjøp” som fastsatte en form for tilbudsplikt hvor en aksjonær direkte eller indirekte fikk absolutt kontroll i et selskap, og selskapet på dette grunnlag endret karakter.¹

Med hjemmel i børsloven av 19. juni 1931 nr 19 § 12 A ble børsreglementet i 1984 supplert med regler i § 6 om ”overtakelsestilbud, oppkjøp m.v.” Reglene rettet seg imidlertid bare til det selskap som var gjenstand for oppkjøp, og til fondsmeglerne. Børsreglementets regler var lite tilfredsstillende da særlig fordi hjemmelsgrunnlaget var utilstrekkelig,² men bestemmelsene ble i en viss tid videreført i børsforskriftene kapittel 1 § 6. Disse ble gitt med hjemmel i den nye børsloven av 1988 § 4-9 (2).³ Forskriftens § 6 nr 3 gav en bestemmelse om begrenset tilbudsplikt, men rekkevidden var uklar. Det ble ikke gitt noen generell regel om tilbudsplikt ved majoritetserverv, men kun en bestemmelse om at dersom et kjøpstilbud ble gitt til en eller flere aksjonærer etter direkte forhandlinger med et selskaps styrende organer, skulle tilsvarende tilbud gis de øvrige aksjonærer. Klagessakene Viking/Askim fra 1986 og 1987, og Investa/Realia fra 1988 bidro til å fastsette det nærmere innholdet av børsforskriftens begrensede tilbudsplikt, men behandlingen viste også behovet for en ytterligere avklaring på området.⁴

¹ Se NOU 1985:33 side 81.

² Se NOU 1985:33 side 8.

³ Se Ot. prp. nr. 53 1988-89 side 6.

⁴ Se Ot. prp. nr. 53 1988-1989 side 7.

Både i forbindelse med den økte aktiviteten på børsen, og for på en bedre måte sikre aksjonærenes interesser ved selskapsovertakelser var det ønskelig med klarere tilbudspliktsregler.

Det bemerkes at forarbeidene ⁵ til børsloven av 1988 drøftet behovet for regler om overtakelsestilbud, samt hvorvidt man skulle innta disse i den nye loven.

Departementet ville imidlertid skille ut spørsmålet om innføring av regler om tilbudsplikt som en egen sak. Det ble påpekt at reglene burde gis en generell utforming, slik at de mer naturlig burde høre inn under verdipapirhandelloven. ⁶ Departementets synspunkt var at vphl burde inkorporere de vesentligste regler om verdipapiromsetningen. ⁷

På bakgrunn av dette ble det i Norge innført regler om generell tilbudsplikt i verdipapirhandelloven av 14. juni 1985 nr 61 §§ 5A til 5C. Denne avløste midletidig lov av 14.august 1918 nr. 5 om fonds- og aksjemeglere. ⁸ Innføringen av tilbudsplikten i vphl skjedde gjennom endringslov av 16.juni 1989 nr 51, som trådte i kraft 6.april 1990. Loven inngikk i et større arbeid med regler for selskapsovertakelser hvor målet var å sikre et mer effektivt, betryggende og ordnet verdipapirmarked. Gjennom å øke tilliten til markedets funksjonsmåte kunne dette videre styrke aksjemarkedet som kapitalkilde.

Et moment ved utformingen var hvilket omfang tilbudspliktsreglene burde få. Det ble fremhevet at disse reglene kunne bli relativt kompliserte, og at praktiseringen ville kunne bli ressurskrevende med hensyn til både tid og ekspertise. ⁹

Regler om tilbudsplikt er i dag gitt i lov om verdipapirhandel av 19.juni 1997 kapittel fire, som trådte i kraft 1.desember 1997. Bakgrunnen for den nye loven var en større revisjon i 1996 hvor siktemålet var å implementere rådsdirektiv 93/22 om investeringstjenester i forbindelse med verdipapirer (ISD direktivet) i norsk rett jf lov av 7.juni 1996.

⁵ Se NOU 1985:33 kapittel 17.

⁶ Se Ot. prp. nr. 83 1986-87 side 79.

⁷ Se kommentarutgave. Christiansen/Bjørland Oslo, 1990. side 99.

⁸ Se NOU 1985:33 side 26.

⁹ Se NOU 1985:33 side 83.

Det presiseres imidlertid at dette direktivet ikke hadde bestemmelser om tilbudsplikt. Dagens regler er dels en videreføring, og dels en utvidelse av tilbudspliktsreglene i vphl § 5A til 5C fra 1985.

Verdipapirloven av 1985 § 5A (2) gav i tilknytning til reglene om tilbudsplikt også identifikasjonsregler (konsolideringsregler). Ved lovrevisjonen i 1996 la utvalget vekt på at bestemmelsens rekkevidde har blitt nærmere avklart gjennom praksis, men foreslo enkelte presiseringer. Vphl av 1997 § 4-5 om tilbudsplikt på konsolidert grunnlag er langt på vei en videreføring av den tidligere bestemmelse. Kretsen av nærstående i vphl § 1-4 er imidlertid noe utvidet.

Det har i EU gjennom årrekker blitt tatt initiativer for å få til en felles plattform for regler om overtakelsestilbud. Arbeidet med det 13. selskapsdirektiv startet allerede i 1989. Etter en lang politisk dragkamp ble EU direktivet (2004/25/EF Take-over bids) vedtatt av rådet 30.mars 2004. Frist for nasjonal gjennomføring var 20.mai 2006, noe Norge forøvrig også er forpliktet til etter EØS avtalen.

Direktivet er en del av EUs financial services action plan hvor målet er å sikre den europeiske økonomiens konkurransedyktighet ved å skape felles rammer, og det sikrer et felles minste nivå for beskyttelse av minoritetsaksjonærene ved nye eierforhold i selskapene. Som følge av direktivet vil flere europeiske land måtte endre sine regler om overtakelsestilbud.

Direktivet skal bidra til å forenkle grenseoverskridende overtakelsestilbud, og fastsetter grunnleggende regler for oppkjøp av selskaper med aksjer notert på et regulert marked i en EØS stat. Det påpekes at i likhet med verdipapirhandelloven er hovedhensynet bak direktivet å sikre en beskyttelse av minoritetsaksjonærene i målselskapet.¹⁰

¹⁰ Se NOU 2005:17 side 13.

Art 5 (1) stiller krav til nasjonale regler om tilbudsplikt ved erverv av kontroll i målselskapet, uttrykt som en viss prosentandel av stemmerettighetene i et selskap. Det er opp til medlemsstatene selv å bestemme hvor tilbudspliktsgrensen skal settes.

Art 5 (1) oppstiller også konsolideringsregler for tilbydere som opptrer i fellesskap. Konsolidering av organisatorisk nærstående er særskilt regulert i art 2 (2).

En rekke av de norske reglene går allerede lenger enn direktivets krav, og det er åpnet for å fastsette strengere nasjonale regler. I forhold til tilbudspliktreglene er dette presisert i art 5 (6).

Lovgivningsteknikken er for øvrig noe ulik – norsk rett oppstiller spesifikke lovbestemmelser mens direktivet opererer med prinsipper og enkelte generelle bestemmelser, hvor noen er av valgfri karakter mens andre er minimumsregler.

Medlemsstatene skal årlig rapportere til EU-kommisjonen om overtakelsestilbud som er fremmet, og 5 år etter at direktivet er gjennomført i medlemsstatene skal det foretas en gjennomgang på bakgrunn av de erfaringer som gjøres. Ut ifra dette skal kommisjonen eventuelt foreslå direktivendringer.

I NOU 2005:17 og Ot. prp. nr. 34 2006-2007 foreslås de nødvendige endringer av reglene i verdipapirhandelloven kapittel 4, for å gjennomføre EU-direktivets krav.

1.3 Hensynene

Før en fremstilling av vilkår for- og virkninger av tilbudsplikt på konsolidert grunnlag, er det nødvendig å se nærmere på hvilke generelle hensyn som ligger bak reglene om tilbudsplikt.

Dette vil bero på en interesseavveining mellom oppkjøper og minoritetsaksjonærer i selskapet. Nedenfor belyses ulike hensyn som kan tale både for og imot en slik regulering. Mellom disse er det nære forbindelseslinjer, og hensynene må således sees i sammenheng.

Det påpekes innledningsvis at lovgiver gjennomgående har valgt å legge avgjørende vekt på hensynet til minoritetsaksjonærene, samt styrke tilliten til det norske verdipapirmarkedet.

1.3.1 Tillitskapende

Verdipapirmarkedet er avhengig av at det er aktører som ønsker å tegne, kjøpe og selge verdipapirer. Avgjørende for dette er at de har tillit til at markedet fungerer. Et viktig hensyn for tilbudspliktsregler er at det må antas å ha en gunstig virkning i seg selv at det gjelder visse kjente prosedyreregler for overtakelser som aktørene må følge.¹¹ Dette kan sikre en åpenhet som vil være gunstig for aksjonærene.

Under enhver omstendighet vil regler om tilbudsplikt senke tempoet i selve selskapsovertakelsen, slik at partene vil få tilstrekkelig tid og ro til å foreta nødvendige vurderinger og analyser. Det er uheldig når overtakelsen av et stort selskap skjer så og si over natten, noe som også kan bidra til ”panikkartede” mottiltak fra målselskapets side.

¹¹ Se Ot. prp. nr. 53 1988-89 side 14.

Tilbudsppliktsregler ivaretar dermed et offentlig hensyn ved at de bidrar til å skape den nødvendige tillit som er nødvendig for et velfungerende verdipapirmarked.¹² Tryggheten vil kunne bidra til økt omsettelighet av aksjer, og bringe flere investorer inn i markedet.

1.3.2 Forutberegnelighet

Regler om tilbudspplikt kan bidra til å gjøre det enklere for investorer å forutberegne effekten av sine disposisjoner. Reglene kan på denne måten redusere risikoen, og gjøre investeringer i aksjemarkedet mer attraktive.

1.3.3 Kontrollskifteargumentet

Et hovedargumentet bak regler om tilbudspplikt er beskyttelse av aksjonærene i målselskapet. Minoritetsaksjonærene bør gis en mulighet til å trekke seg ut ved kontrollskifte i et børsnotert selskap, og det følgende vil det bli sett på ulike grunner til at de i en slik situasjon kan ha et ønske om dette.¹³

Ved et kontrollskifte vil en ny hovedeier kunne bidra med positive ideer og fornuftige omstruktureringer for derved å oppnå en bedre utnyttelse av selskapets muligheter. Overtakelser med et slikt mål for øye vil derfor ikke nødvendigvis vil være negativ for minoritetsaksjonærene. I tillegg kan det representere en samfunnsøkonomisk gevinst. Regnes oppkjøperen som seriøs vil aksjonærene som regel ønske å beholde sine aksjer fordi det er muligheter for fremgang i selskapet.

Det er imidlertid åpenbart at endringer i eierstrukturen via aksjemarkedet ikke alltid vil være til det bedre. Selv om den nye storaksjonæren ikke har vist seg uskikket til å lede selskapet, kan større eller mindre deler av aksjonærmassen for eksempel være uenige i

¹² Se NOU 1996:2 side 105.

¹³ Se NOU 1996:2 side 105.

satsningsområder, selskapets nye struktur eller for øvrig se eierskiftet som skadelig for deres økonomiske interesser ved at aksjekursen vil få en uheldig utvikling som følge av kontrollskiftet. Aksjonærene kan da velge å selge sine aksjer.

Reglene om tilbudsplikt medfører at de kan selge til den høyeste pris oppkjøperen har betalt for aksjene de siste seks måneder jf vphl § 4-10 (4). Begrunnelsen for en slik utløsningsplikt vil være at aksjonærene har sittet med aksjene i tillit til tidligere ledelse, og at en brå overtakelse gjennom et oppkjøp bryter så vidt mye med dette at de aksjonærer, som krever det, bør ha et rimelig krav på utløsning.¹⁴

Et kontrollskifte innebærer videre en endring av maktforholdene i selskapet. Aksjeinnehaver gir rett til en andel av kontrollen med et selskap, og mulighetene for eierstyring vil være mer begrenset hvor aksjene er spredt på mange hender.

Ved et kontrollskifte vil oppkjøperen skaffe seg en sterk markedsmakt, og svekke de øvrige aksjonærs innflytelse. Mindretallsaksjonærene kan få problemer med å motsette seg de beslutninger som foretas av den nye storaksjonæren, noe som taler for at disse bør gis en mulighet til å trekke seg ut av selskapet ved at oppkjøper pålegges en lovpålagt tilbudsplikt.

I en del tilfeller er den nye eiers motiv ved oppkjøpet å skaffe seg en fortjeneste på mindretallets bekostning. Hvor en betydelig andel av aksjene i et selskap er konsentrert på en hånd, vil annenhåndsomsetningen av aksjer kunne bli betydelig lavere.¹⁵ Årsaken ligger i at det for potensielle oppkjøpere vil kunne bli vanskelig å oppnå aksjemajoritet i selskapet, som igjen kan gi en manglende konkurranse om selskapskontroll.

Dette kan skape et marked hvor få aktører er villige til kontinuerlig å kjøpe eller selge selskapets aksjer, og dermed svekke aksjens likviditet. Følgen kan bli et fall i aksjekursen. Oppkjøperen vil kunne skaffe seg en fortjeneste ved at resterende aksjonærer er villige til å selge til denne lavere kurs.

Disse typer oppkjøp er ikke samfunnsøkonomisk lønnsomme, og kan forhindres ved regler om tilbudsplikt. Når oppkjøper passerer grensen hvor tilbudsplikten utløses, gis resterende

¹⁴ Se Ot. prp. nr. 53 1988-89 side 13.

¹⁵ Se NOU 1996:2 side 105.

aksjonærene en mulighet til å selge sine aksjer til en pris som tilsvarer det høyeste pris oppkjøperen har betalt for aksjer i selskapet de siste 6 måneder jf vphl § 4-10 (4). Minoritetsaksjonærene sikres derved en høyere pris for aksjene enn hva de på samme tidspunkt vil kunne oppnå i det åpne marked.

1.3.4 Likebehandling

I selskapsretten anses likebehandling som et grunnleggende prinsipp. Asal § 4-1 (1) gir uttrykk for at hver aksje som utgangspunkt skal gi lik rett i selskapet.

Likhetsprinsippet har også gitt seg utslag i generalklausulene i asal §§ 5-21 og 6-28. Disse retter seg mot myndighetsmisbruk, og supplerer lovens øvrige verneregler.

Reelt er det imidlertid slik at noen aksjonærer i et selskap har mer innflytelse enn andre, og den åpenbare måte å oppnå økt innflytelse er å eie større kontrollerende aksjeposter.

Aksjer som formelt gir like rettigheter har imidlertid ikke alltid lik markedsverdi. Den ordinære børskurs vil som regel reflektere prisen på mindre aksjeposter, og det påpekes i den forbindelse at ved selskapsoppkjøp vil aksjonærene som sitter på større og strategisk viktige aksjeposter kunne oppnå en premie ut over den kurs som kan oppnås ved ordinært salg i markedet.¹⁶

Likebehandling var og er et viktig hensyn også bak reglene om tilbudsplikt. Denne påhviler normalt selskapet, men gjennom verdipapirhandellovens kapittel 4 er plikten til likebehandling pålagt erververen av en kontrollerende aksjepost. I forarbeidene uttrykkes det eksplisitt at alle aksjonærer bør tilbys den samme muligheter, og de samme betingelser for å selge sine aksjer.¹⁷ En regel om tilbudsplikt vil dermed gjøre det vanskeligere å få kontroll over et selskap ved å bare erverve en del aksjene.

¹⁶ Se Børs og verdipapirrett. Knut Bergo Oslo, 2003. side 130-131.

¹⁷ Se NOU 1996:2 side 105.

Vphl § 4-10 siste ledd slår uttrykkelig fast at tilbyder ikke skal forskjellsbehandle aksjeeiere ved fremsettelse av tilbud. Prinsippet kommer også til uttrykk i enkelte særskilte bestemmelser om tilbudsplikten som for eksempel vphl § 4-10 annet ledd, om at tilbudet skal omfatte alle selskapets aksjer. Også kravet til god forretningsskikk i vphl § 2-5 annet ledd medfører viss krav til likebehandling av aksjonærene.¹⁸

Også gjennom EU-direktivet er de enkelte medlemsland er forpliktet til å ha et regelverk som sikrer likebehandling, jf direktivets art 3 (1) bokstav a.

1.3.5 Kontrollpremieargumentet

Innehav av aksjer gir som nevnt over rett til en andel av kontrollen med et selskap, og anses som en gode som tilhører selskapets aksjonærer. Potensielle oppkjøpere kan være villige til å betale en høy pris for å kunne kjøpe seg opp til en kontrollerende aksjepost.

Det er denne høyere pris, prisdifferansen, som betegnes i begrepet kontrollpremie. De aksjonærer som sitter på strategisk viktige poster og selger til denne høyere pris, en såkalt overkurs, vil komme å til motta en situasjonsbestemt fordel som de øvrige aksjonærer ikke får.

Reglene om tilbudsplikt vil gi samtlige aksjonærer i målselskapet et rettmessig krav på å ta del i denne kontrollpremien. De gis muligheten til å selge sine aksjer til en utløsningskurs på linje med premien som tilbyder har betalt for de kontrollerende poster.

Kontrollpremiesynspunktet er således en side av likebehandlingsprinsippet. Alle aksjonærer bør gis den samme mulighet til å selge sine aksjer på like betingelser. Tilbudspliktsreglene sikrer derved en økonomisk likebehandling av aksjonærene i selskapet ved at samtlige aksjonærer gis mulighet til å trekke seg ut av selskapet, og samtidig sikres

¹⁸ Se NOU 1996:2 side 127.

en andel av kontrollpremien som tilbyder er villig til å betale for den kontrollerende aksjepost.

På den annen side kan det stilles spørsmål om de øvrige aksjonærer ikke har en beskyttelsesverdig interesse i å få del i denne overkurs? Et moment mot kontrollpremieargumentet er at den enkelte aksjonær ikke kan påregne å dra nytte av mer enn det som til enhver til er markedsprisen.

1.3.6 Hindre og redusere spekulative selskapsovertakelsene via aksjemarkedet

Et annet formål bak reglene om tilbudsplikt er å virke som en brems mot uheldige spekulasjoner, og ”useriøse” selskapsovertakelser, hvor hensikten er å ta ut ressurser til fordel for de nye eierne på mindretalls bekostning. Hvorvidt et oppkjøp er uønskelig eller ei kan vanskelig besvares generelt, men vil være avhengig av motivene hos oppkjøper. Hvis det på oppkjøpstidspunktet virker sannsynlig at mindretallsaksjonærene står i fare for å lide et økonomisk tap, vil trolig en stor del benytte seg av tilbudet. Tilbudsplikten medfører at oppkjøperen alltid må ta i betraktning den mulighet for å måtte utløse alle aksjonærene fullt ut, og de potensielle likviditetsbelastninger dette vil medføre.

1.3.7 Risikomarked

Ved å være aktør i aksjemarkedet har man bevisst valgt å ta en viss økonomisk risiko. En aksjeeier må ta høyde for at en rekke begivenheter, både i og utenfor et selskap, kan innebære endringer av så vel positiv som negativ art.

Størrelsen på eierandelen i et selskap representerer en tilsvarende kontroll. Det kan argumenteres for at et eierskifte vil være en påregnelig risiko for en mindretallsaksjonær, og at et eventuelt salg bør foretas til markedspris på det aktuelle tidspunkt.

Imidlertid kjenner aksjonæren til selskapet på tidspunktet aksjene blir kjøpt, og hadde aksjonæren kjent til det kommende eierskiftet er det ikke sikkert han ville investert. Dette kan tale for å gi aksjonæren den bedre beskyttelse som tilbudspliktreglene medfører.

1.3.8 Begrense det frie marked

Regler om tilbudsplikt tar ikke sikte på å redusere eller hindre selskapsovertakelser generelt.¹⁹ Strukturendringer kan bidra til omstillinger av positiv karakter for så vel bedriften og aksjonærene, som samfunnet for øvrig. Nye eiere kan bidra med nye ideer, utnytte stordriftsfordeler, sikre mer rasjonell drift eller på annen måte bedre selskapets inntjening, som igjen kan bidra til en positiv utvikling på markedsverdien.

Dersom reglene i for stor grad ivaretar minoritetsaksjonærenes interesser vil overtakelser kunne bli en enormt kostbar affære, og virke som en brems også på ønskelige strukturendringer. Tilbudsplikten innebærer en administrasjonsmessig ulempe samtidig som det kostnadmessig krever store økonomiske ressurser fra den aksjeeier som overtar kontrollen i et selskap. Plikten til å måtte inngi tilbud til samtlige aksjonærer kan medføre til at vedkommende oppkjøper må erverve flere aksjer enn målsatt, og dermed investere en større sum i selskapet enn denne ellers ville gjort.

I praksis vil det bare være aksjeeiere med finansielle muligheter til å kunne overta selskapet som kan kjøpe seg opp over tilbudspliktsgrensen. En konsekvens av dette kan bli at aksjekjøpere blir mer tilbakeholdne med å erverve store eierandeler, og at aksjene dermed spres på flere mindre eiere. Stor eierspredning kan på sin side føre til større grad av administrasjonsstyring idet eiernes kontroll og innsyn i virksomheten svekkes.

¹⁹ Se Ot. prp. nr. 53 1988-89 side 5.

1.3.9 Hensynet til internasjonale investorer

Eierandeler til utenlandske investorer på Oslo Børs har økt signifikant siden 1995.²⁰ Det er viktig at det norske regelverket i størst mulig grad er samordnet med regelverket i andre land. Dette vil bidra til at internasjonale investorer kjenner igjen samt finner tilbudspliktsreglene som gjelder for det norske markedet betryggende, og på denne måten kan øke investeringslysten.²¹

²⁰ Se NOU 2005:17 side 32.

²¹ Se NOU 2005:17 side 31.

2 GRUNNLEGGENDE VILKÅR FOR KONSOLIDERING

2.1 Tilbudspliktsgrensen

Verdipapirhandelloven § 4-1 slår fast at den som erverver aksjer som representerer mer enn 40 prosent av stemmene i et norsk børsnotert selskap (tilbudspliktsgrensen) pålegges en plikt til å fremme tilbud til de øvrige aksjonærer i selskapet om å kjøpe deres aksjer. Dette er den andel av aksjene det er fastsatt at man må eie for å anses å ha kontroll over et selskap.

Det påpekes at det i forarbeidene til ny verdipapirhandellov foreslås å senke tilbudspliktsgrensen til 1/3 av stemmene.²²

Variasjoner i fremmøte på generalforsamlingene samt ulikhet i selskapenes aksjeeierstruktur innebærer at kontroll i mange tilfeller kan oppnås ved en lavere eierandel enn 50%. Forarbeidene viser også til at hvor selskapet har en stor andel av utenlandske aksjonærer vil det antas at mange av disse ikke vil møte på generalforsamlingen,²³ men her vil imidlertid størrelsen på aksjeposten spille inn. Et annet aspekt er at utenlandske investorer ofte har forvalterregistrerte aksjer, og etter asal § 4-10 tredje ledd kan det ikke stemmes for slike.

Lovens tilbudspliktsgrense tar hensyn til disse forhold, men det vil være umulig å fastsette denne slik at den med nøyaktighet gir uttrykk for når kontroll i et målselskap til en hver tid foreligger.

²² Se Ot. prp. nr. 34 2006-2007 punkt 26.1.

²³ Se Ot. prp. nr. 29 1996-97 side 10.

2.2 Konsolidering

Gjeldende rett utløser imidlertid ikke tilbudsplikt bare i de tilfeller hvor aksjonær på individuelt grunnlag passerer tilbudspliktsgrensen.

Verdipapirhandelloven § 4-5 uttrykker at ved spørsmål om det har blitt foretatt et kontrollskifte i selskapet som fører til at tilbudsplikten utløses, skal man også medta transaksjoner og eierposisjoner til aksjonærens nærstående.

Bestemmelsen medfører at aksjer som eies eller erverves av nærstående kan bli ansett som aksjonærens egne – det skjer en konsolidering slik at tilbudsplikten etter vphl § 4-1 kan utløses på dette grunnlag.

Begrepet ”nærstående” er definert i vphl § 1-4 og vil behandles nedenfor under punkt 2.2.2 til 2.2.7.

Til grunn for vphl § 4-5 ligger presumsjonen om at det i visse nære forbindelser er en større sannsynlighet for at aksjonæren har den reelle kontroll, slik at minoritetsaksjonærene bør gis en exit mulighet.²⁴ Bestemmelsen bidrar til å forhindre at tilbudsplikten blir gjenstand for omgåelser, og innebærer at dens anvendelsesområde utvides i forhold til hvordan den fremstår etter § 4-1.

Det presiseres at konsolideringsregler også finnes andre steder i loven, men pliktene som kan inntre kan imidlertid være av en mer eller mindre inngripende art. Tilbudsplikten er i de fleste tilfeller en tyngende plikt, og nødvendigheten samt rekkevidden av vphl § 4-5 må sees i nær sammenheng med de ulike hensyn som reglene om tilbudsplikt skal ivareta.

²⁴ Se kommentarutgave. Tor Bechmann....[et al.] Oslo, 2002. side 289.

Konsolideringsbestemmelsen svarer i stor grad til regelen i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6.²⁵ Forarbeider og praksis vedrørende denne bestemmelsen kan derfor være relevant, men den konkrete anvendelsen av konsolideringsreglene trenger imidlertid ikke å være lik i alle situasjoner. Finansieringsvirksomhetslovens § 2-6 vil ikke behandles nærmere i denne oppgaven, men trekkes inn i enkelte sammenhenger hvor dens tolkninger anses relevante.

I det følgende gis en fremstilling av de grunnleggende vilkår for at konsolidering etter vphl § 4-5 skal kunne skje.

2.2.1 Konsolideringens rekkevidde

Vphl § 4-5 første ledd slår fast at nærståendes aksjer skal regnes *”like med”* en aksjeeiers egne aksjer. Dette innebærer at de skal ses på som om de var eid av aksjonæren selv ved anvendelsen av vphl § 4-1 første ledd. I tillegg til vurderingen på individuelt grunnlag skal altså erververens stilling også bedømmes ut fra nærståendes eierandeler og erverv når det er spørsmål om tilbudspliktsgrensen overskrides.

Formålet med bestemmelsen er å de regulere situasjoner hvor et selskap i det underliggende kontrolleres av flere aksjonærer i fellesskap.

Bestemmelsens rekkevidde er imidlertid avgrenset til å gjelde *”i forhold til reglene om tilbudsplikt”*. En naturlig forståelse av lovens ordlyd taler her i retning av at dette er en generell henvisning til verdipapirhandellovens øvrige regler om pliktige tilbud. Dette har særlig betydning ved fastsettelse av tilbudspris i vphl § 4-10 fjerde ledd samt for suspensjon av aksjonærrettigheter i § 4-19, og jeg viser til de nærmere redegjørelser nedenfor under i punkt 3.2.2 og 3.5.1.

²⁵ Lov av 10. juni 1988 nr 40.

2.2.2 Nærstående - oversikt

Vphl § 4-5 uttrykker at konsolidering kan foretas med aksjonærens ”nærstående”.

Legaldefinisjonen av begrepet er gitt i vphl § 1-4, og omfatter både personlige og juridiske nærstående.

Det er imidlertid svært sjelden at personlig nærstående eier så mange aksjer i et børsnotert selskap at det kan bli snakk om tilbudsplikt. Det er derfor først og fremst konsolidering mellom selskaper og andre juridiske personer som interesserer i praksis.

I det følgende vil det redegjøres for hvem som vil kunne omfattes av lovens ulike kategorier gitt i vphl § 1-4 nr 1-5.

2.2.3 Nærstående etter vphl § 1-4 nr. 1

Personlig nærstående etter vphl. § 1-4 nr 1 er *ektefelle* eller person vedkommende lever sammen med i et *ekteskapsliknende forhold*.

Disse skal etter vphl § 4-5 konsolideres uavhengig av om de handler i forståelse med erververen eller ei,²⁶ og bygger på den forutsetning av at det i slike tilfeller vil foreligge et særlig tilknytningsforhold.²⁷

Det kan reises spørsmål om konsolidering er betinget av at ektefellene bor sammen?

Verken lov eller forarbeider uttaler noe om dette. Christiansen og Bjørland tar imidlertid til orde for at dette ikke er en forutsetning for å pålegge tilbudsplikt.²⁸

Hvis man tar utgangspunkt i lovteksten er kravet i første alternativ er at det foreligger et ”ekteskap”, og har ikke som andre alternativ ”ekteskapsliknende forhold”, et krav om at de også må bo sammen. Dette kan indikere at spørsmålet har vært vurdert, og at ulikheten er

²⁶ Se NOU 2005:17 side 24.

²⁷ Se Ot. prp. nr. 53 1988-89 side 24.

²⁸ Se kommentarutgave. Christiansen og Bjørland Oslo, 1990. side 103.

tilsiktet, slik at man heller ikke skal innfortolke et slikt krav. Jeg anser der derfor som mest naturlig å forstå bestemmelsen slik at så lenge det foreligger et gyldig ekteskap er lovens vilkår anses oppfylt, og konsolidering kan foretas.

I situasjoner hvor ektefellene er separert etter ekteskapsloven § 20 jf § 25 kan det argumenteres med at det nære tilknytningsforholdet som ligger bak den automatiske konsolidering vil være svakere.

Spørsmålet er om man kan tolke bestemmelsen innskrenkende slik at separerte ektefeller ikke vil omfattes av bestemmelsen?

Tilbudsplikten vil i de fleste tilfeller være av svært tyngende karakter, og dette hensynet taler for at den kun bør ilegges i de situasjoner hvor det er en reell nær tilknytning. På den annen side vil det å innfortolke en slik begrensning kunne skape praktiseringsproblemer. Trolig må hensynet til en forutberegnlig og klar bestemmelse tilsi at loven må tas på ordet, slik at også separerte ektefeller må kunne konsolideres etter vphl § 1-4 nr 1.

Norge innførte registrert partnerskap i 1993 som det andre landet i verden. Utgangspunktet er at et registrerte partnerskap har de samme rettsvirkninger som et ekteskap, men da likevel med enkelte unntak.

Hvorvidt registrert partnerskap skal likestilles med ekteskap er ikke behandlet direkte i forarbeidene til verdipapirhandelloven.

Konsolideringsalternativet i asl/asal § 1-5 annet ledd nr 2 anses for også å omfatte registrert partnerskap.²⁹ Det gis imidlertid uttrykkelig uttrykk for at definisjonen i vphl § 1-4 er utformet med de tilsvarende bestemmelser i aksjelovgivningen.³⁰

Videre sier lov om registrert partnerskap³¹ § 3 annet ledd at bestemmelser som omhandler ekteskap og ektefeller gjelder tilsvarende for registrert partnerskap og registrerte partnere. Det må derfor antas at registrerte partnere kan konsolideres som nærstående etter ekteskapsalternativet.

²⁹ Se Ot. prp. nr. 36 1993-94 side 164.

³⁰ Se Ot. prp. nr. 29 1996-97 side 21.

³¹ Lov av 30. april 1993 nr. 40.

Første ledd nr 1 innebefatter også personer som vedkommende ”*bor sammen med i et ekteskapslignende forhold*”. Det siktes her til aksjonærens mulige samboer som vedkommende lever med sammen med som i et ekteskap.

Forarbeidene er tause om hva bestemmelsen nærmere omfatter.

En naturlig tolkning av ordlyden sett i lys av samfunnsutviklingen for øvrig, taler for at også samboere av samme kjønn må omfattes.

Etter asl/asal § 1-5 omfattes samboere av samme kjønn.³², og tilsvarende anses å måtte gjelde etter verdipapirhandellovens konsolideringsregler.³³

Det bemerkes at konsolidering av et registrert partnerskap derfor uansett vil kunne skje etter denne bestemmelsen.

I motsetning til hva som gjelder for ektefeller etter første alternativ, stilles det her et uttrykkelig krav om at aksjonæren ”*bor sammen med*” vedkommende. Verken lov, forarbeider eller litteraturen sier imidlertid noe nærmere om vilkåret.

Dette må trolig forstås som et krav om at de fysisk må bo sammen.

Konsolidering etter alternativet i vphl § 1-4 nr 1 anses således å kunne skje med aksjeeierens ektefelle, separerte ektefelle, registrerte partner samt samboer av både likt og ulikt kjønn..

2.2.4 Nærstående etter vphl § 1-4 nr. 2

Etter vphl § 1-4 nr 2 er for det første *aksjonærens egne mindreårige barn* nærstående, og konsolidering etter vphl § 4-5 vil skje uavhengig av om barnet er biologisk eller adoptert.³⁴ Som mindreårig regnes barn under 18 år jf vergemålsloven § 1 annet ledd.

³² Se Ot. prp. nr. 35 1993-94 side 164.

³³ Se Ot. prp. nr. 29 196-97 side 21.

³⁴ Se kommentarutgave. Tor Bechmann...[et al.] Oslo, 2002. side 61.

Videre omfattes *mindreårige barn av personer som nevnt i vphl § 1-4 nr 1*. Som redegjørelsen ovenfor viser, vil derfor mindreårige barn av vedkommendes ektefelle, separerte ektefelle, registrerte partner og samboer av likt eller ulikt kjønn omfattes.

Det følger av ordlyden at det i tilfeller med særkullsbarn er et krav om at barnet bor hjemme. Vilkåret gjelder derimot ikke for hovedpersonens egne mindreårige barn.³⁵ Forklaringen i særkullsbarnstilfellene kan søkes i at tilknytningen til slike barn i mange tilfeller vil være svakere når de ikke bor sammen med vedkommende aksjonær, slik at forutsetningene som begrunner en automatisk konsolidering vil derfor i mindre grad gjøre seg gjeldende.

Når det gjelder øvrige familiemedlemmer, omfattes ikke slektninger i rett opp- og nedstigende linje eller annen sidelinje verken til en selv, ektefeller, samboer eller registrert partner. Den tilsvarende bestemmelse i asl /asal § 1-5 annet ledd går derimot lenger enn vphl § 1-4 nr 2 på dette punkt. Forklaringen kan søkes i den ulike standard for konsolideringsbestemmelser mellom Finans- og Justisdepartementet.³⁶

Ordlyden kan reise spørsmål om konsolidering kan foretas i de tilfeller hvor det er det mindreårige barnet som foretar ervervet?

Isolert sett gir bestemmelsen uttrykk for at konsolidering skal skje fra aksjeeieren til den mindreårige – altså bare en vei. Barnet er nærstående til aksjeeieren, mens foreldrene ikke er nærstående til sine barn.³⁷ Det samme spørsmålet vil oppstå i forhold til vphl § 1-4 nr 4. Forarbeidene³⁸ gir imidlertid uttrykk for at tilbudsplikt skal inntre uavhengig av på hvilken hånd ervervet skjer - konsolidering skal skje ”begge veier”. Dette har også støtte i

³⁵ Se kommentarutgave. Tor Bechmann...[et al.] Oslo, 2002. side 61.

³⁶ Se Børs og verdipapirrett. Knut Bergo Oslo, 2004. side 68.

³⁷ Se NOU 2005:17 side 25.

³⁸ Se NOU 1996:2 side 115.

vphl § 4-5 første ledd som bruker formuleringen ”aksjer som eies eller erverves av nærstående”.

Etter gjeldende rett må imidlertid en slik forståelse baseres på en utvidende tolkning av § 1-4 nr 2 og nr 4, da med støtte i forarbeider og reelle hensyn.³⁹

Det har imidlertid vært et ønske om å skape ytterligere klarhet på dette punkt.

I forslaget til ny verdipapirhandellov foreslås det derfor en presisering om at tilbudsplikten inntreer uavhengig av om ervervet skjer av aksjeeieren selv, eller dennes nærstående som nevnt i § 1-4. Regelen foreslås inntatt inntas i § 4-5 første ledd nytt annet punktum.⁴⁰

2.2.5 Nærstående etter vphl § 1-4 nr. 3

Etter verdipapirhandelloven § 1-4 nr 3 skal selskaper som er aksjonærer konsolideres med selskaper innen samme konsern.

Det avgjørende vil være aksje- og selskapslovens konserndefinisjoner⁴¹, og begrepet er definert i asl /asal § 1-3 og sel § 1-2 annet ledd.

Et konsern vil si to eller flere rettslige selvstendige selskaper som er knyttet sammen som mor- og datterseselskap eller som datterselskaper av samme morselskap.⁴² I praksis er det mest vanlig at morselskapet er allmennaksjeselskap og datterselskapet er aksjeselskap.

For at konsolidering skal kunne skje må morselskapet ha ”*bestemmende innflytelse*”, og innflytelsen må tilkomme morselskapet på grunn av ”*avtale eller som eier*”.

Bestemmende innflytelse skal for det første alltid anses å foreligge hvis morselskapet eier aksjer som representerer flertallet av stemmene i datterselskapet, eller har rett til å velge eller avsette flertallet i datterselskapets styre jf asl/asal § 1-3 annet ledd nr 1 og 2.

³⁹ Se NOU 2005:17 side 25.

⁴⁰ Se NOU 2005:17 side 87 og Ot. prp. nr. 34 2006-2007 punkt 25.3.2.

⁴¹ Se kommentarutgave. Tor Bechmann...[et al.] Oslo, 2002. side 61.

⁴² Se aksje og allmennaksjeselskaper. Mads Henry Andenæs. Oslo, 1998. side 29.

Med flertall av stemmene menes mer enn 50%. Det vil ikke i seg selv være tilstrekkelig for konsernkonsolidering at et selskap rent faktisk kan utøve en bestemmende innflytelse.⁴³ Det kreves altså et rettslig grunnlag for bestemmende kontroll.⁴⁴ Reelle hensyn taler også mot å la et så usikkert og relativt element som ”faktisk kontroll” være avgjørende.

Bestemmende innflytelse kan videre foreligge på grunnlag av avtale med en viss permanens. Med avtale siktes det her til aksjonæravtale, slik at et konsern kan foreligge hvis morselskapet ved aksjonæravtale har skaffet seg bestemmende innflytelse over datterselskapet. Aksjonæravtaler er her gitt selskapsrettslig virkning.⁴⁵

2.2.6 Nærstående etter vphl § 1-4 nr. 4

Konsolidering etter vphl § 1-4 nr 3 er begrenset ved at konserntilknytning kun er mulig mellom selskaper.

Verdipapirhandeloven § 1-4 nr 4 gir derimot grunnlag for å konsolidere personlig majoritetsaksjonær med selskaper disse eier. Etter denne bestemmelse regnes som nærstående også selskap hvor vedkommende selv eller noen som er nevnt i nr 1, 2 eller 5 har slik innflytelse som nevnt i aksjeloven eller allmennaksjeloven § 1-3 annet ledd eller selskapsloven § 1-2 annet ledd.

Dette alternativ konsoliderer således en personlig aksjonær med selskaper han kontrollerer eiermessig etter de samme regler som avgjør når mor og datterselskaper skal konsolideres som konsern.

⁴³ Se NOU 1996:3 side 103.

⁴⁴ Se Ot. prp. nr. 26 1996-97 side 127 med henvisning til NOU 1996:3.

⁴⁵ Se Aksjeselskaper og allmennaksjeselskaper. Mads Henry Andenæs. Oslo, 1998. side 32.

Vphl § 1-4 nr 3 og 4 anses for å gjennomføre EU direktivets art 2 (2) om konsolidering av organisatorisk nærstående. Direktivbestemmelsen hjemler konsolidering av selskaper som kontrolleres av en fysisk eller juridisk person i henhold til opptaksdirektivet art 87.⁴⁶

2.2.7 Nærstående etter vphl § 1-4 nr. 5

Et kontrollskifte i et selskap kan også skje ved at to eller flere aksjonærer samarbeider om utøvelsen av aksjonærrettighetene. Selskapets øvrige aksjonærer vil stilles i samme situasjon uavhengig av om kontrollskiftet skjer som følge av erverv fra en enkelt aksjonær eller ved samarbeid mellom to eller flere.

For å slippe den tyngende økonomiske belastningen tilbudsplikten i de fleste tilfeller vil medføre, kunne derfor partene finne det mer fordelaktig å inngå samarbeid enn å overdra aksjene.

Dersom tilbudsplikten ikke gis anvendelse på samarbeidstilfellene vil det på denne måten enkelt kunne åpnes for regelomgåelser.⁴⁷

Samarbeidstilfellene er regulert i verdipapirhandelloven § 1-4 nr 5.

Etter denne bestemmelsen skal konsolidering skje med *”noen som det må antas at vedkommende har et forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument.”*

Er kravet til samarbeid oppfylt, vil enhver fysisk eller juridisk person kunne omfattes.⁴⁸

Den tilsvarende bestemmelse i vphl av 1985 § 5A annet ledd bokstav c benyttet uttrykket *”handler etter avtale med eller for øvrig opptrer i forståelse med”*. Denne gikk langt i å

⁴⁶ Jf direktiv 2001/34/ EF om opptak til offisiell notering mv.

⁴⁷ Se Ot. prp. nr. 53 1988-89 side 23.

⁴⁸ Se NOU 2005:17 side 24.

identifisere samarbeidende aksjonærer, og i vphl av 1997 ble ordlyden endret i den hensikt å presisere at ikke ethvert samarbeid skulle føre til konsolidering.⁴⁹

Vphl § 1-4 nr 5 er praktisk veldig viktig, men dens skjønnsmessige utforming har vist seg å skape en rekke tolknings- og praktiseringsproblemer.

Variasjonene mellom de ulike samarbeidstilfellene er store.

I det ene ytterpunktet kan man ha parter som har inngått langsiktige og formaliserte aksjonæravtaler, og som klart signaliserer for omverdenen at de foretar bevisste samhandlinger og er å regne som en samarbeidende gruppe. Helt på motsatt side har man de situasjoner hvor aksjonærene ønsker å holde samarbeidet skjult uten noen formaliserte avtaler eller erkjennelser, og disse er gjerne også av mer kortsiktig varighet. Det er i det sistnevnte tilfellet av problemene oppstår.

Det påpekes at aksjonærene selv er nærmest til skape klarhet rundt de faktiske forhold, enten gjennom å formalisere samarbeidet om utøvelse av aksjonærrettigheter der hvor et slikt samarbeid allerede foreligger, eller å foreta en gjensidig avklaring av at et slikt samarbeid ikke foreligger. Offentlighet vil bidra til å øke notoriteten omkring konsolideringsspørsmål samt bedre forutsigbarheten i aksjemarkedet.

Etter vphl § 12 -6 kan børsen kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmålet om tilbudsplikt. Bestemmelsen anses imidlertid ikke å gi hjemmel for å kreve fremlagt kopier av avtaler eller andre dokumenter.⁵⁰ Børsen oppfordrer imidlertid til at aksjonæravtaler sendes inn.

I den konkrete vurderingen av om det foreligger et *”forpliktende samarbeid”* vil en rekke momenter kunne være relevante, og det kan derfor vanskelig kunne gis en uttømmende liste. Loven spesifiserer derfor ikke nærmere hvilket samarbeid som vil kunne utløse

⁴⁹ Se NOU 2005:17 side 24.

⁵⁰ Se kommentarutgave. Tor Bechmann....[et al.] Oslo, 2002. side 810.

tilbudsplikt, men dette må avgjøres etter en konkret vurdering ut fra forholdene i hvert enkelt tilfelle.⁵¹

Forarbeidene⁵² til verdipapirhandelloven inneholder drøftelser omkring samarbeidsalternativet, og videre er børsens ”Vedtak og Uttalelser” med på å trekke opp linjene for bestemmelsens rekkevidde.

Per dags dato foreligger det ikke rettspraksis om hvordan begrepet skal forstås.

Etter gjeldene norsk rett skal konsolidering som utgangspunkt skje i de tilfeller hvor det felles hovedformål bak ervervet er å oppnå kontroll i målselskapet.⁵³ I forhold til den tidligere konsolideringsbestemmelse i 1985 loven § 5A bokstav c la børsklagenemnden til grunn i en avgjørelse fra 1992⁵⁴ at det måtte kreves en koordinert opptreden med felles hovedformål for erverv av aksjer med sikte på en tilstrekkelig kontroll over selskapet.

Ordlyden i vphl § 1-4 nr 5 inneholder en rekke vilkår for å konsolidering skal kunne foretas, og disse vil behandles i det følgende.

For at konsolidering skal kunne skje må det foreligge et ”samarbeid”, og spørsmålet er hva som ligger i dette?

Et samarbeid i lovens forstand må som utgangspunkt innebære en forståelse hos begge parter om en samordnet opptreden, og denne må videre omfatte en koordinert opptreden med et felles mål som tar sikte på å få en tilstrekkelig kontroll over selskapet.⁵⁵

Den tilfeldig samsvarende opptreden vil etter dette ikke omfattes.⁵⁶

Rene forventninger aksjonærer måtte ha til hverandres stemmegivning eller situasjoner hvor to eller flere aksjonærer utøver sin stemmerett på samme måte rent faktisk, vil derfor

⁵¹ Se NOU 1996:2 side 115.

⁵² Se NOU 1996:2 side 114-115.

⁵³ Se NOU 2005:17 side 24-25.

⁵⁴ Sak 2/92 AS Poseidon m.fl.

⁵⁵ Se NOU 1996:2 side 114.

⁵⁶ Se kommentarutgave. Tor Bechmann....[et al.] Oslo, 2002. side 64.

ikke være tilstrekkelig som grunnlag for konsolidering. Som utgangspunkt må det nok kunne legges til grunn at aksjonærer for eksempel må ha rett til å føre samtaler om hvilke avgjørelser og veivalg som vil være de beste for selskapet.

Det at to aksjonærer har den samme hensikt med sin stemmegivning på en generalforsamling, er ikke ensbetydende med at hensikten er koordinert dem imellom. Flere aksjonærer kan naturlig nok ha like interesser å ivareta, og stemme i takt med dette, uten at de av den grunn skal anses for å ha et samarbeid gående med noen av de øvrige. Dette må også gjelde selv om de stemmer likt over lengre tid,⁵⁷ men kan være et moment ved bevisvurderingen.

I Vedtak og Uttalelser sak 3/2002 side 110-113 (Frontier Drilling) tok børsklagenemnden stilling til om CSFB og Riverstone skulle konsolideres på grunnlag av et ”forpliktende samarbeid” etter vphl § 1-4 nr 5. Som et av flere momenter ved vurderingen var det at det ikke kunne påvises situasjoner hvor CSFB og Riverstone hadde opptrådt forskjellig overfor de øvrige aksjonærer. I den konkrete saken kom imidlertid børsklagenemnden til å det ikke kunne fastslås at det forelå et forpliktende samarbeid.

Videre er samarbeidets omfang relevant ved vurderingen.

Forarbeidene gir uttrykk for at tilfeller med et enkeltstående oppkjøpssamarbeid som utgangspunkt ikke vil omfattes av § 1-4 nr 5. Kan det derimot påvises at det i det konkrete tilfellet reelt foreligger et bredere samarbeid, vil imidlertid konklusjonen kunne bli en annen.⁵⁸

Også spørsmål omkring omfang var fremme i overnevnte sak 3/2002 (Frontier Drilling). CSFB og Riverstone fremmet en felles intensjonsavtale om et frivillig tilbud til aksjonærene i Frontier Drilling, som senere i fellesskap ble trukket tilbake. Aksjonærene som tidligere hadde godkjent det frivillige tilbudet mente at tilbudsplikten da måtte utløses på grunnlag av konsolidering mellom CSFB og Riverstone. Børsklagenemnden foretok imidlertid ikke konsolidering. Intensjonsavtalen var riktignok et samarbeid i en enkelt sak, men kunne ikke betraktes som et generelt forpliktende samarbeid.

⁵⁷ Se kommentarutgave. Tor Bechmann...[et al.].Oslo, 2002 side 64.

⁵⁸ Se NOU 1996:2 side 114.

Samarbeidets varighet må også kunne tillegges vekt.

Bestemmelsen omfatter fortrinnsvis de samarbeider som varer over en viss tidsperiode.⁵⁹

I børsklagenemndens sak 1/2003 side 134-136 ble det reist spørsmål om konsolidering mellom Orkla og Nordstjernen. Ved avgjørelsen la børsklagenemnden blant annet vekt på at det ikke var kortvarige eller situasjonsbetingede forhold, og foretok konsolidering.

Derimot kan det imidlertid tenkes situasjoner hvor hensynene bak tilbudspliktsreglene gjør seg gjeldende også ved mer kortsiktige former for samarbeid. Forarbeidene nevner som eksempel at et kortsiktig samarbeid med sikte på å selge deler av selskapets virksomhet etter omstendighetene vil kunne medføre konsolidering.⁶⁰ Ved avgjørelsen må det trolig legges større vekt på om hensynene bak konsolideringsreglene gjør seg gjeldende i det aktuelle tilfellet, enn en konkret vurdering av varighet.

Varighetsmomentet ble også berørt i ”Vedtak og Uttalelser” sak 6/2006 side 90-

112.(SeaDrill). Her var situasjonen at det forelå finansielle avtaler (TRS avtaler) mellom SeaDrill og Carnegie. Avtalene varte bare i noen måneder, og det ble reist spørsmål om dette var for kortvarig samarbeid til å foranledige konsolidering. Selv om det er den lagvarige, gjensidig forståelsen og opptreden som i utgangspunktet omfattes, ville etter børsklagenemndens syn, også kortsiktig samarbeid kunne føre til konsolidering.

Nemnden viste til at NOU 1996:2 åpnet for dette, og at også tilbudspliktsreglenes formål taler for at også kortsiktig samarbeid som vanskeliggjør eller forhindrer at en tredjepart oppnår kontroll i målselskapet kan medføre konsolidering.

Verdipapirhandelloven § 1-4 nr 5 oppstiller videre et vilkår om at samarbeidet må være ”forpliktende”.

Lovens ordlyd peker derfor i retning av at det må kreves at samarbeidet har et visst rettslig grunnlag, og innebærer et krav om at det på en eller annet måte må være avtalt mellom partene.

⁵⁹ Se NOU 1996:2 side 115.

⁶⁰ Se NOU 1996:2 side 115.

Spørsmål kan stilles om hvor vidt begrepet ”forpliktende” i denne sammenheng bør favne? Dersom et samarbeid kun skal utløse tilbudsplikt hvor det er formalisert og dokumentert i formelle beslutninger og avtaler vil det være fritt frem for uformelle samarbeidsformer mellom aksjonærer i børsnoterte selskaper, og derved også omgåelser av tilbudspliktreglene. Dette taler for at man derfor må tolke uttrykket bredere slik at man har en større mulighet til å slå ned på omgåelsesforsøk.

Både skriftlige og muntlige avtaler vil utvilsomt omfattes. Forarbeidene gir uttrykk for at kravet til forpliktende også må anses oppfylt ved stilletende avtaler mellom partene.⁶¹ Man sikter med dette til tilfeller hvor intet er uttrykkelig sagt eller skriftlig avtalt, men kun forutsatt mellom aksjonærene.

Ved at ”forpliktende” også omfatter stilletende avtaler kan imidlertid uttrykket bidra til at det blir en enda større uklarhet om hvilke tilfeller som omfattes av loven, og regelen kan komme til å gis en større rekkevidde enn forutsatt. Tilbudspliktens tyngende karakter kan derfor tale for at det bør stilles visse krav til det materiale om indikerer et stilletende samarbeid. Dette henger videre sammen med beviskrav, som behandles separat nedenfor under punkt 2.2.4.

Hvor det ikke foreligger noen uttrykkelig avtale, vil det avgjørende være en vurdering av om partenes handlemåte og omstendighetene for øvrig sannsynliggjør at de handler på grunnlag av en forpliktelse seg imellom.

.

EU direktiv nr 2004/25/EF art 2 inneholder konsolideringsregler for tilbydere som opptrer i fellesskap jf art 5 (1).

Ved vurderingen av om tilbudspliktsgrensen er passert skal det også der legges vekt på personer som opptrer i forståelse med hverandre (”persons acting in concert”).

⁶¹ Se NOU 1996:2 side 115.

Art 2 (1) bokstav d definerer hva som ligger i uttrykket : ”*percons acting in concert*” shall mean natural or legal persons who cooperate with the offeror or the offeree company on the basis of an agreement, ether express or tactic, oral or written, aimed either acquiring control of the offeree company or at frustrating the successful outcome of a bid”

I motsetning til de norske reglene sier EU-direktivet uttrykkelig at både uttrykkelige, stilletende, skriftelige og muntlige avtaler kan gi grunnlag for å fastslå et forpliktende samarbeid.

I forarbeidene til ny verdipapirhandellov legges det imidlertid til grunn at norsk rett er i samsvar med direktivets art 2, og at dette derfor vil være et relevant moment for tolkningen av gjeldende regler i verdipapirhandelloven.

Gjeldende rett oppstiller videre ikke noe krav om en sanksjonsadgang ved brudd på samarbeidsforpliktelsene.⁶² Dette innebærer at det ikke må foreligge en rettslig forpliktelse for at kravet til ”forpliktende samarbeid” skal anses oppfylt.

At det ikke stilles noe krav om sanksjonsmuligheter kan gi mening i tilfeller med en uttrykkelig skriftlig eller muntlig avtale, men spørsmålstegn kan stilles ved en stilletende avtale uten sanksjonsadgang?

Dette kan være mindre naturlig å anse som et forpliktende samarbeid, og en slik tolkning går trolig lenger enn hva lovens uttrykkelige formulering tilsier.

Forarbeidene er imidlertid klare - det kreves ikke sanksjoner eller en sanksjonsadgang for å anse samarbeidet for ”forpliktende”.⁶³

Burde ikke verdipapirhandelloven gi klarere uttrykk for at det også kan konsolidere på grunnlag av en stilletende avtale?

For å unngå omgåelser er det som nevnt ovenfor forståelig at også slike avtaler ønskes omfattet.

⁶² Se NOU 1996:2 side 115.

⁶³ Se NOU 1996:2 side 115.

Lovteksten inneholder imidlertid på sin side en uttrykkelig begrensning ved at samarbeidet må være ”forpliktende”. Slik lovtekstens ordlyd fremstår gir den ikke hjemmel for å gripe inn i tilfeller av løse samarbeidsformer.

For å tette eventuelle ”smutthull” virker er som om både forarbeidene og praksis har ”vannet ut” lovens begrensning, slik at forpliktendekravet nærmest blir en fiksjon.

I vphl § 1-4 nr 5 oppstilles også et vilkår om at det forpliktende samarbeidet må gjelde ”å gjøre bruk av rettighetene som eier”. I dette ligger det et krav om at samarbeidet må gjelde en samordnet utøvelse av aksjonærrettighetene.

Den enkelte aksje gir ulike rettigheter i selskapet. Disse kan grovinndeles i to grupper- de økonomiske, og de organisatoriske. Da konsolideringsreglene er ment for å fange opp situasjoner hvor det foreligger en felles kontroll, er det i praksis en samordnet utøvelse av stemmeretten som er mest relevant.

Vurderingen av om det foreligger en kvalifisert samordning av aksjonærrettigheter vil være sammensatt og må foretas konkret i hvert enkelt tilfelle.

Som påpekt over - at to eller flere aksjonærer rent faktisk opptrer likt på en generalforsamling fordi de har en samsvarende oppfatning om utøvelsen av rettighetene som aksjonær, vil ikke i seg selv gi grunnlag for å konsolidere - utøvelsen må foretas på grunnlag av et forpliktende samarbeid. Og videre vil ikke et forpliktende samarbeid omfattes hvis det ikke gjelder å gjøre bruk av aksjonærrettighetene i selskapet.

EU-direktivets art 2 (1) bokstav d uttrykker at også samarbeid som gjør bud på målselskapet vanskeligere skal medføre konsolidering jf ”.....or at frustrating the successful outcome of a bid”.⁶⁴

Dette var et moment i børsklagenemndens i sak 6/2006 ”Vedtak og Uttalelser” side 90-112 (SeaDrill). Her var det inngått finansielle avtaler (TRS avtaler) mellom SeaDrill og

⁶⁴ Se NOU 2005:17 side 24.

Carnegie. Avgjørende for konsolideringsspørsmålet var om det forelå en gjensidig forståelse mellom SeaDrill og Carnegie om utøvelse av aksjonærrettighetene i Eastern Drilling. Børsen la avgjørende vekt på at de finansielle avtalene mellom SeaDrill og Carnegie var motivert av ønsket om å blokkere et frivillig tilbud fra Ocean Rig, og at dette tilfredsstilte kravet om gjøre bruk av aksjonærrettigheter.

Tilsvarende var situasjonen i børsklagenemndens sak 1/2003 side 120-136.

(Orkla/Nordstjernen) Nemnden konsoliderte Orkla og Nordstjernen på grunnlag av et forpliktende aksjonærsamarbeid. Partenes handlinger ble ansett foretatt som ledd i å forhindre at Alcoa fikk kontroll i Elkem, noe som nemnden også mente fremgikk i protokollene fra Orkla og Nordstjernens styremøter.

Verdipapirhandellovens § 1-4 nr 5 forutsettes å være i samsvar med direktivet. Mitt synspunkt er imidlertid at samarbeid som hindrer eller vanskeliggjør et annet tilbud ikke kan sies å tilfredsstille ordlydens krav om å gjøre bruk av aksjonærrettigheter.

I forarbeidene til ny vphl foreslås det å klargjøre den norske bestemmelsens rekkevidde, ved å innføre følgende kursiverte tillegg ; ”noen som det må antas at vedkommende har et forpliktende samarbeid med når det gjelder å gjøre bruk av rettighetene som eier av et finansielt instrument, *herunder samarbeid der tilbud vanskeliggjøres eller hindres.*”

Forslagets ordlyd benytter formuleringen ”herunder”, og det kan stilles spørsmålstegn ved om lovendringen egentlig avklarer situasjonen.

I overnevnte sak 6/2006 (SeaDrill) la børsklagenemnden også vekt på at Eastern Drilling aksjene som var omfattet av TRS avtalene var effektivt parkert, slik at ingen ville utøve stemmerett for disse. Dette ville igjen øke SeaDrills relative innflytelse i Eastern Drilling. Nemnden la også vekt på at begge var erfarne parter i verdipapirmarkedet og var klar over at avtalene nettopp vill føre til ”parkeringen”, slik at dette måtte anses som å gjøre bruk av aksjonærrettighetene.

Den konkrete situasjonen i overnevnte sak er ikke uttrykkelig regulert i verdipapirhandelloven, og det kan stilles spørsmålstegn ved den lovforståelse børsen her la til grunn.

Det er klart at hvis ”parkering” av aksjer ikke omfattes av konsolideringsbestemmelsen vil det være åpnet for en omgåelse av tilbudspliktsreglene, og dette vil da særlig ramme selskapets minoritetsaksjonærer. Men vil parkering av aksjer tilfredsstillende lovens vilkår om ”å gjøre bruk av rettighetene som eier” ?

For det første vil en naturlig forståelse av bestemmelsens ordlyd tale mot at en passiv følge av ”parkering” kan tilfredsstillende lovens uttrykkelige krav om ”bruk”.

Videre er ”aksjeparkering” en normalkonsekvens av en TRS avtale, som også børsen har beskrevet i sak 7/2006 (Aban-Sinvest saken) pkt 3.1. Det kan derfor virke lite naturlig at kunnskap om aksepterte normalkonsekvenser av en TRS avtale skal være et tilstrekkelig grunnlag for å fastslå et forpliktende samarbeid om bruk av aksjonærrettigheter. Reelle hensyn taler således imot børsens syn.

Tilbudspliktsreglene er av dyptgripende karakter, medfører betydelige omkostninger, og børsen har i liten grad lagt vekt på forutberegnelighet for aktørene ved sin avgjørelse.

Ved at vilkåret om å gjøre bruk av aksjonærrettigheter ble ansett oppfylt SeaDrill-saken har børsen, etter min mening, tøyet ordlyden i overkant langt.

Det er også et vilkår at det forpliktende samarbeidet må gjelde utøvelsen av rettighetene som eier av et ”*finansielt instrument*”.

Begrepet ble innført ved 1996-revisjonen av vphl av 1985, og er definert i vphl § 1-2 annet ledd nr 1-7. Definisjonen bygger på ISD vedlegg del B, og gjelder uavhengig av om de aktuelle finansielle instrumenter er børsnoterte eller ikke.⁶⁵ Det presiseres imidlertid at tilbudspliktsreglene i vphl kapittel fire kun gjelder for børsnoterte aksjer.

”*Finansielt instrument*” er et sentralt koblingsord som en rekke av verdipapirhandellovens regler⁶⁶ knytter rettsvirkninger til, og dynamiske definisjoner som dette vil gjøre det mulig å fange opp nye ”instrumenter” som kan oppstå. Ulempen vil være at aktørenes terminologi ikke alltid stemmer overens med lovens, samt at forutberegneligheten i markedet vil kunne svekkes.

⁶⁵ Se Børs og verdipapirrett. Knut Bergo Oslo, 2004. side 26.

⁶⁶ Se for eksempel vphl §§ 2-1 og 2-6.

Vphl § 1-2 annet ledd behandles ikke nærmere i denne fremstillingen.

2.2.8 Avgjørelsesmyndighet

Store økonomiske interesser kan knytte seg til en eventuell tilbudsplikt, og det vil være ønskelig at eventuell tvil om konsolidering kan avgjøres raskt.

Særlig i de tilfeller hvor to eller flere parter ikke vil erkjenne at samarbeid foreligger oppstår en vanskelig bevismessig situasjon, og det er derfor et særlig behov for en avgjørelsesmyndighet med kompetanse til å avgjøre de spørsmål som reises.

Verdipapirhandelloven § 4-5 annet ledd første punktum overlater til Oslo børs å avgjøre hvorvidt det skal foretas identifikasjon etter § 4-5 første ledd mellom en aksjonær og dennes nærstående etter vphl § 1-4.

Skjønnnet som skal utvises vil være et lovbundet skjønn hvor børsen først må finne de forhold som kan tillegges relevans, og dernest ta stilling til om forholdene alene eller samlet kan gi grunnlag for å konstantere om det er grunnlag for å konsolidere.⁶⁷

Bestemmelsen må for øvrig sees i sammenheng med § 12-6. Som nevnt over gis børsen her hjemmel til å kreve opplysninger fra verdipapirforetak, selskap og personer som kan ha betydning for spørsmål om tilbudsplikt, herunder om det er grunnlag for konsolidering. Regelen bidrar til å gi børsen sterkere virkemidler for å kunne avklare situasjonen i de tilfeller hvor det er usikkert om konsolideringsgrunnlag foreligger.

Det er uklart om verdipapirhandelloven § 4-5 annet ledd har noen selvstendig betydning utover kompetansen børsen har etter vphl § 4-8 annet ledd. Denne bestemmelsen sier at

⁶⁷ Se sak 1/2003 i Vedtak og Uttalelser side 135.

hvis tilbudsplikten bestrides, skal børsen treffe vedtak vedrørende de spørsmål saken reiser. ”De spørsmål saken reiser” innebærer at børsen må ta stilling til om det foreligger tilbudsplikt og grunnlaget for tilbudsplikten, herunder spørsmål om konsolidering.

Børsens vedtak vil imidlertid ikke alltid være endelige. Disse er enkeltvedtak etter forvaltningsloven, som kan påklages til børsklagenemnden.⁶⁸ Både minoritetsaksjonærer og nærstående i et konsolideringsvedtak må anses å ha rettslig klageinteresse, da vedtaket om konsolidering kan ha direkte betydning for disse.⁶⁹ Børsklagenemndens avgjørelser kan også eventuelt bringes inn for, og prøves fullt ut av domstolene jf børsloven § 5-14. Det er imidlertid et vilkår at klageadgangen er utnyttet før søksmål anlegges.

SeaDrill-saken (sak 6/2006 i ”Vedtak og Uttalelser” side 110) illustrer en spesiell situasjon hvor børsklagenemndens konsolideringsvedtak fikk store uforutsette konsekvenser for den pris erverver måtte betale.

Tilbud var her fremsatt på grunnlag av individuell passering av tilbudspliktsgrensen. Børsen foretok imidlertid konsolidering av SeaDrill og Carnegie slik at tilbudsprisen kunne endres. Denne ble da vesentlig mye høyere enn hva den var på det individuelle grunnlag, og nytt pliktig tilbud måtte fremsettes i tråd med børsklagenemndens vedtak. Nedsalg var utelukket da SeaDrill allerede hadde fremmet tilbud på individuelt grunnlag. Se egen redegjørelse for tilbudspris under punkt 3.2.2.

2.2.9 Beviskrav

I forhold til verdipapirhandelloven § 4-5 annet ledd er problemene i praksis hvilke beviskrav som stilles ved konsolidering etter bestemmelsen om forpliktende samarbeid i vphl § 1-4 nr 5.

⁶⁸ Jf børsforskriften kapittel 26 og børsloven § 7-1 jf § 5-14.

⁶⁹ Se kommentarutgave. Tor Bechmann....[et al.] Oslo, 2002. side 310.

Ofte oppstår vanskelige fakta- og bevismessige spørsmål om hva som har blitt sagt, muntlig avtalt eller forutsatt.

De ulike problemer og spørsmål som kan være fremme i den konkrete sak kan sjelden forutses. Det er derfor overlatt til børsen, og eventuelt domstolene, å trekke opp linjene etterhvert som problemene oppstår.

Vanskelighetene omkring beviskrav gjelder særlig i tilfeller hvor man mistenker at det foreligger et fordekt samarbeid. Forarbeidene sier uttrykkelig at det er vedtaksmyndigheten som har bevisbyrden,⁷⁰ men sier ikke noe om hvilke konkrete beviskrav som stilles. Det gis imidlertid uttrykk for at det kreves ”objektive omstendigheter” som tilsier at det foreligger et forpliktende samarbeid.⁷¹

Vphl § 1-4 nr 5 bruker uttrykket ”*må antas*”. En naturlig forståelse av ordlyden innebærer at det trolig ikke kan stilles for strenge krav til de faktiske bevis.

Børsen har i ”Vedtak og Uttalelser” sak 1/2003 side 131 gitt uttrykk for at selv om det foreligger stor grad av tvil kan konsolidering foretas. De objektive omstendigheter som kreves være av ulik karakter, og gir uttrykk for at også indisier på samarbeid vil kunne omfattes.

Jone Engh tolker uttrykket ”*må antas*” i den tilsvarende bestemmelse i finansieringsvirksomhetsloven § 2-6 slik at myndighetene ikke trenger å bevise at det faktisk foreligger et forpliktende samarbeid. Det er nok å bevise at det foreligger forhold som gjør at det ”*må antas*” at dette foreligger.⁷²

I praksis vil det alltid være en gråsoner hvor organisert opptreden mellom to eller flere aksjonærer i et selskap ikke beviselig kan anses som ”forpliktende samarbeid”. Gråsonens størrelse vil henge sammen med det beviskrav som stilles. Er dette for strengt vil

⁷⁰ Se NOU 1996:2 side 115.

⁷¹ Se NOU 1996:2 side 115.

⁷² Se Jone Eng i Lov og rett nr. 5 2001. side 293.

bestemmelsens praktiske betydning begrenses, og åpne for en koordinering med muligheter for maktkonsentrasjon uten at konsolidering kan foretas.

Børsen skal meddele sitt vedtak til deltakerne i den konsoliderte gruppen jf § 4-5 annet ledd annet punktum. Samtlige deltakere som det er spørsmål om å konsolidere har rett på meddelelse.

Spørsmål kan stilles om dette også gjelder i de tilfeller hvor børsen ikke finner at det er grunnlag for å konsolidere partene?

Både ordlyd og bestemmelsens formål taler i retning av meddelelse skal skje uansett konklusjon.

2.3 Når utløses tilbudsplikten på konsolidert grunnlag?

Her forutsettes det at det foreligger et konsolideringsgrunnlag etter vphl § 1-4. Spørsmålet i det følgende er når tilbudsplikten utløses for den konsoliderte gruppen?

Etter gjeldende norsk rett vil tilbudsplikten etter § 4-1 jf § 4-5 utløses i de tilfeller hvor noen i den etablerte gruppe foretar et *erverv* som bringer gruppen over 40% grensen.

Erverv som medfører at en konsolidert part alene overstiger tilbudspliktsgrensen, vil få tilbudsplikt etter lovens hovedregel jf vphl § 4-1. Dette gjelder uavhengig av grunnlaget for konsolideringen.

Dersom det foreligger et grunnlag for å konsolidere etter vphl § 1-4 er kan det imidlertid spørres om hvorfor tilbudsplikten ikke skal utløses allerede ved etableringen av gruppen, dersom grensen på 40% derved passerer?

Tilbudsplikt som følge av konsolideringen som sådan kan begrunnes med at en enkelt av aksjonærene i gruppen ved etableringen kan sies å ha den faktiske kontroll over aksjene gruppen som sådan eier.

Videre kan selve etableringen av en gruppe i enkelte tilfeller medføre et kontrollskifte i det børsnoterte selskapet, og nettopp kontrollskifteargumentet er et viktig hensyn bak dagens

tilbudsppliktsregler. Dette vil særlig gjelde i de tilfellene av forpliktende samarbeid hvor selve grunnlaget for konsolidering nettopp er et forpliktende samarbeid om bruken av aksjonærrettigheter. Øvrige aksjonærer vil kunne ønske å selge sine aksjer, da de vil befinne seg i samme situasjon enten det samtidig foretas erverv av aksjer eller ikke. For disse vil årsaken til kontrollskiftet være mindre viktig,⁷³ noe som kan tale for en tilbudslikt allerede ved etableringen av det forpliktende samarbeidet.

Vphl § 1-4 nr 5 er imidlertid skjønnsmessig utformet, og vil måtte presiseres ytterligere gjennom praksis basert på retningslinjene lovgiver har gitt. Det vil derfor kunne være betenkelig å pålegge tilbudsplikt ved selve konsolideringen

Et annet argument er at det vanskelig vil kunne sies å foreligge noen kontrollpremie til fordeling hvor det ikke foretas noe erverv. En tilbudsplikt som utløses allerede ved etableringen av den konsoliderte gruppen vil videre kunne virke hemmende på ellers nyttige omstruktureringer i næringslivet.

Etter gjeldende rett utløses tilbudsplikten altså ikke ved selve konsolideringen, og er i tråd med ervervsvilkåret i vphl § 4-1 første ledd.

Norsk rett er her i samsvar med Takeover direktivet art 5(1).

Etter EU-direktivet er utløsning av tilbudsplikt ved konsolidering betinget av at det foretas et erverv jf ”as a result of his/her own acquisition or acquisition by person acting in concert. Selve konsolideringen er altså heller ikke etter direktivet tilbudspliktsutløsende.

I de tilfeller børsen foretar konsolidering etter § 4-5 annet ledd kan situasjonen være at konsolideringsgrunnlaget forelå en stund forut for vedtaket, og at det har blitt foretatt erverv over tilbudspliktsgrensen i tidsrommet mellom grunnlag og vedtak. Spørsmålet er om når tilbudsplikten da oppstår?

Det kan trolig ikke være slik at tilbudsplikt bare inntreder der hvor konsolideringsgrunnlaget blir oppdaget, - ei heller bare fra det tidspunkt det oppdages. Dette ville gi en lite effektiv

⁷³ Se NOU 1996:2 side 117.

regel, og vil kunne åpne for spekulasjoner. En naturlig forståelse av ordlyden i vphl § 4-5 jf § 4-1 taler for at tilbudsplikt oppstår uavhengig av børsens vedtak, og således inntreffer når tilbudspliktsgrensen krysses på det konsoliderte grunnlaget.

På bakgrunn av tilbudspliktens tyngende karakter og av hensyn til praktiseringen vil det derimot, i forhold til fremsettelse av tilbud, frister osv antas at det i en viss grad må tas utgangspunkt i vedtakstidspunktet.

Konsolideringsbestemmelsen i vphl § 4-5 medfører at dersom to eller flere omfattes av bestemmelsen, så vil tilbudsplikten kunne bli aktuell neste gang en av de konsoliderte kjøper aksjer i selskapet over tilbudspliktsgrensen.

2.3.1 Indirekte erverv

Omgåelseshensyn har vært sentralt ved vurderingen og utformingen av de norske tilbudspliktsregler. Av hensyn til minoritetsaksjonærene bør reglene søkes utformet så den kan pålegges i alle tilfeller hvor erverv av stemmeberettigede aksjer medfører kontroll i et børsnotert selskap.

Situasjonen kan være at en deltaker i en konsolidert gruppe kjøper aksjer i et selskap som eier aksjer det børsnoterte selskapet. Da gjeldende regler ble utformet ble det vurdert i hvilken grad et slikt ”indirekte erverv” skulle likestilles med et direkte erverv.

Særlig i tilfeller med interne overføringer mellom mor- og datterselskap, kunne tilbudsplikten omgås ved at denne fikk avhender til å overføre aksjen til et datterselskap, for så selge aksjene i datterselskapet til erververen.

Etter gjeldende rett vil også indirekte erverv utløse tilbudsplikt på konsolidert grunnlag etter vphl § 4-5 jf § 4-1 tredje ledd. Regelen innebærer en utvidelse av tilbudsplikten etter § 4-1, og fører til at denne også utløses i de tilfeller hvor erververen sammen med nærstående etter § 1-4 eier mer enn 50% i det mellomliggende selskap.

For at et indirekte erverv i det hele tatt skal kunne utløse tilbudsplikt er det imidlertid en forutsetning at det mellomliggende selskap, eller det mellomliggende selskap sammen med den konsoliderte gruppen, eier mer enn 40% i det børsnoterte selskap.⁷⁴

Det kan stilles spørsmål om det aktuelle ervervet må være på over 50%, eller om også mindre erverv som sammen med den konsoliderte gruppens tidligere aksjeerverv passerer 50% vil omfattes av bestemmelsen. Selv om bestemmelsens ordlyd er uklar, taler kontrollhensynet for at også mindre erverv omfattes. Ved en eierandel på over 50% av stemmene, vil man oppnå kontroll i det mellomliggende selskap og gjennom dette reell kontroll i det børsnoterte selskap. Dermed vil hensynet bak tilbudspliktsreglene også gjøre seg gjeldende her.

2.3.2 Interne transaksjoner i en konsolidert gruppe

Etter verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd inntreffer ikke tilbudsplikt etter § 4-1 ved erverv fra noen som erververen er konsolidert med etter vphl § 4-5 med mindre erververen enten alene eller sammen med en eller flere av de nærstående etter vphl § 1-4 passerer grensen for tilbudsplikten som følge av ervervet.

Bestemmelsen er formulert som et unntak fra tilbudsplikten i vphl § 4-1.

Hovedvilkåret er at ervervet skjer *”fra en vedkommende er identifisert med etter § 4-5”*.

Dette innebærer at ervervet må foretas fra en av de øvrige nærstående etter vphl § 1-4. Slik ordlyden er utformet gjelder dette uavhengig av hvilken kategori nærstående ervervet foretas fra.

Henvisningen til *”tilbudsplikt i § 4-1”* innebærer at både direkte og indirekte erverv omfattes.⁷⁵

⁷⁴ Se Ot. prp. nr. 29 1996-97 side 72-73.

⁷⁵ Se kommentarutgave. Tor Bechmann...[et al.] Oslo, 2002. side 277.

Det er imidlertid kun de interne erverv som verken bringer erververen alene eller sammen med øvrige nærstående over 40% grensen som kan unntas fra tilbudsplikt. Verdipapirhandelloven § 4-2 annet ledd inneholder således et omfattende unntak fra unntaket. Dette innebærer at hvor tilbudsplikts grensen overtres, enten alene eller sammen med andre nærstående enn avhender, vil også interne overdragelser medføre tilbudsplikt.

At interne overføringer hvor erververen alene passerer over 40 prosent grensen bør utløse tilbudsplikt kan begrunnes i kontrollskifte- og omgåelseshensyn. Regelen er nødvendig på bakgrunn av at verken etablering eller oppløsning av en konsolidert gruppe vil utløse plikten.

Hvis denne heller ikke pålegges ved interne erverv ville reglene enkelt kunne omgås. Dette kunne foregå ved at det ble etablert en samarbeidende gruppe. Hvis det ikke i denne sammenheng ble foretatt noe erverv slik at tilbudsplikten ble utløst, kunne en i den konsoliderte gruppen overta gruppens aksjer for å deretter oppløse samarbeidet.

Forarbeidene sier uttrykkelig at tilbudsplikt skal og vil utløses etter hovedregelen i § 4-1 hvor en i den konsolidert gruppen ved erverv alene passerer tilbudsplikts grensen. Dette gjelder uavhengig av om gruppens totale aksjeinnehav endres eller ikke.⁷⁶

Det finner sted et kontrollskifte i selskapet hvor erververen nå oppnår kontroll over selskapet som eiere.

Gruppen kan ved konsolideringen inneha over 40% av aksjene uten at tilbudsplikt ble utløst. Hvor en intern overføring ikke medfører at noen på individuell basis overstiger tilbudsplikts grensen men hvor nærstående sammen passerer den, kan dette likevel medføre at det interne styrkeforholdet innad i den konsoliderte gruppen endres.

Det er særlig ved overføringer internt hvor en i gruppen deretter går ut av selskapet, at den konsoliderte gruppen som sådan endres. Kontrollskifteargumentet vil her gjøre seg gjeldende, i tillegg til at det i slike situasjoner kan være betalt en kontrollpremie som de

⁷⁶ Se NOU 1996:2 side 118.

øvrige aksjonærer bør gis en mulighet til å ta del i. Imidlertid kan det virke noe tilfeldig om tilbudsplikt ved interne overføringer kun skal utløses hvor en i gruppen samtidig trer ut. Dette kan enkelt omgås ved at vedkommende beholder en aksje.

Kontrollskifte- eller omgåelseshensyn vil ikke gjelde for alle interne overdragelser. Et argument for å pålegge tilbudsplikt uansett situasjon, vil være å effektivt forhindre at grupper etableres kun som et smutthull for unngåelse.

Det kan spørres om enkelte interne overdragelser mellom konsoliderte over tilbudspliktsgrensen likevel bør kunne unntas fra tilbudsplikt?

Gjeldende rett gir ikke børsen noen uttrykkelig hjemmel til å gjøre slike unntak, men i forarbeidene ⁷⁷ forutsettes det likevel at visse interne overføringer kan unntas. Der fremheves det at tilbudsplikt ikke vil inntre ved interne overføringer av aksjer fra et morselskap til et heleid datterselskap som er opprettet for dette formålet.

Hovedbegrunnelsen er at det er lite naturlig å anse dette som skifte av kontroll, men heller som en annen eierorganisering av de børsnoterte aksjene. Det fremheves også at slike overføringer sjelden vil utgjøre noen stor omgåelsesmulighet

Som følge av dette har også børsens praksis lagt til grunn at bestemmelsens rekkevidde i enkelte tilfeller tolkes innskrenkende ved overføringer til et heleid datterselskap. ⁷⁸

Man må imidlertid være oppmerksom på at konklusjonen kan bli en annen i den konkrete sak hvis det viser seg at den interne overføringen er en del av et arrangement for omgåelse av tilbudsplikten i forbindelse med et reelt kontrollskifte.

I børsklagenemndens sak 4/2006 side 83, var det spørsmål om unntak for tilbudsplikt etter vphl § 4-2 annet ledd ved overføring innen en konsolidert gruppe.

Da Wilson ASA ble børsnotert var Caiano og In Ship å anse som en identifisert gruppe etter vphl §§ 4-5 jf 1-4 nr 4. In Ship eide på dette tidspunkt 65% av aksjene i Wilson.

⁷⁷ Se NOU 1996:2 side 116.

⁷⁸ Se Vedtak og uttalelser 1999 side 68-69.

Caiano representerte 87,76% av kapitalen i In Ship, og In Ship var således ikke et heleid datterselskap.

Det ble foretatt en utdeling av In Ships Wilson-aksjer til In Ships aksjonærer som utbytte, og 43,78% av aksjene ville som følge av dette tilfalle Caiano.

Børsen påla Caiano tilbudsplikt etter vphl § 4-1, men vedtaket ble påklaget av Caiano som hevdet at dette måtte anses som en overføring fra datter til morselskap, og derfor unntas fra tilbudsplikt etter vphl § 4-2 annet ledd.

Børsen viste til at vphl § 4-1 ved flere anledninger har blitt tolket innskrenkende ved interne overføringer mellom heleid mor- og datterselskap, og viser til at tilsvarende vil gjelde motsatt vei –fra datter- til morselskap jf ”Vedtak og Uttalelser” 2000 side 132. Ved vurderingen skal det legges vekt på at overføringer mellom 100% eide selskaper som regel representerer en organisering av egen virksomhet som ikke overfører kontroll eller beslutningsmyndighet til andre. Børsen påpekte imidlertid at konklusjonen kan bli en annen i de konkrete tilfeller både dersom overføringen er et arrangement for kontrollskifte eller dersom selskapet er eid med mindre enn 100%.

Børsklagenemnden la vekt på at aksjene i Wilson har vært eiet av et In Ship som består av flere aksjonærer med forskjellige interesser. De øvrige eiere i In Ship hadde etter en aksjonæravtale rett til å utpeke styremedlemmer i både Wilson og In Ship, og kunne dermed sies å ha en viss innflytelse over Wilson aksjene i motsetning til et direkte eierskap gjennom Caiano. Fra å være en aksjepost som flere samlet har hatt kontroll, medførte utdelingen en endring i denne innflytelsen ved at Caiano fikk økt sitt direkte eierskap. Det forelå ikke praksis som gjør at vphl § 4-1 skal settes tilside i slike tilfeller.

Det bemerkes for øvrig at Caiano, ved utdelingen, gikk fra en eierandel på 3,45% til 47,23% i Wilson, og passerte dermed tilbudspliktsgrensen alene. Dermed var unntaket i vphl § 4-2 annet ledd uansett ikke anvendelig.

Også ved overdragelser mellom grupper som er konsolidert etter de øvrige alternativer i vphl § 1-4 kan det reises spørsmål om det bør åpnes for å gjøre unntak. Det kan i de konkrete tilfeller foreligge hensyn som kan tale for dette. Det påpekes imidlertid at i tilfeller av ”forpliktende samarbeid” etter vphl § 1-4 nr 5 vil faren for omgåelser være stor.

I forarbeidene til ny verdipapirhandellov fremmes det forslag om å innføre en uttrykkelig unntakshjemmel,⁷⁹ slik at tilbudsplikt ikke automatisk utløses ved overdragelser innen konsoliderte grupper over tilbudspliktsgrensen. Ved avgjørelsen skal det skjønnsmessig vurderes om overdragelsen utgjør eller kan utgjøre et kontrollskifte. Det skal videre kunne settes vilkår for et unntak i tråd med alminnelige forvaltningsrettslige regler.⁸⁰

Det forhold at børsen ikke har en slik uttrykkelig myndighet i dag, kan gi øvrige aksjonærer en berettiget forventning om å kunne selge seg ut ved alle overdragelser innen konsoliderte grupper som medfører at tilbudspliktsgrensen overskrides.

2.3.3 Etterfølgende erverv i en konsolidert gruppe

Tilbudsplikten er betinget av at det foretas et direkte eller indirekte erverv jf § 4-1 første ledd. Hvis det ikke foretas erverv kan dermed situasjonen være at en konsolidert gruppe samlet eier over 40% i et børsnotert selskap på konsolideringstidspunktet, uten å kunne pålegges en plikt til å fremme tilbud til de øvrige aksjonærer i det børsnoterte selskapet.

Spørsmålet her er i hvilken grad tilbudsplikt kan utløses hvis gruppen foretar ytterligere oppkjøp i selskapet?

Hvis heller ikke etterfølgende erverv utløser tilbudsplikt vil det enkelt åpnes for omgåelser, med den følge at minoritetens interesser vil kunne bli tilsidesatt.

På denne bakgrunn har vi reguleringen av etterfølgende erverv i verdipapirhandelloven § 4-6.

Bestemmelsens første ledd utvider det sakelige anvendelsesområdet for tilbudspliktsreglene, og innebærer at dersom gruppen kjøper seg ytterligere opp i selskapet vil tilbudsplikten utløses, såfremt ervervet ikke favnes av unntaksbestemmelsen i § 4-2.

⁷⁹ Se forslag til ny vphl § 4-2 nytt tredje ledd i NOU 2005:17 side 87.

⁸⁰ Se NOU 2005:17 side 27.

Etter denne unntas erverv i form av arv, gave, vederlag ved skifte, vederlag ved fusjon eller fisjon samt internt erverv som oppfyller kravene i § 4-2 annet ledd.

Regelen vil også gjelde i de situasjoner hvor gruppen har redusert sin aksjepost fra for eksempel 47% til 43%, Den konsoliderte gruppen kan dermed ikke kjøpe seg opp til, eller over, sitt tidligere nivå uten å utløse tilbudsplikt.⁸¹ Hvis det imidlertid skjer som ledd i en intern overføring kan imidlertid unntaket i vphl § 4-2 annet ledd gjøre seg gjeldende, og dermed falle utenfor tilbudsplikten for etterfølgende erverv etter § 4-6 første ledd.

Bestemmelsen omfatter *"ethvert etterfølgende erverv over tilbudspliktsgrensen"*.

Tilbudsplikten utløses dermed uavhengig av om det kan sies å skje et kontrollskifte i selskapet, og uansett hvor stort eller lite ervervet måtte være.

I "Vedtak og Uttalelser" 2001 side 89 har børsen lagt til grunn at *"erverv"* slik dette brukes i § 4-6 kun omfatter de stemmeberettigede aksjer.

Tilbudsplikt ved etterfølgende erverv etter vphl § 4-6 er imidlertid betinget av at det ikke tidligere er fremsatt et pliktig tilbud. Det bemerkes at hvor en konsolidert gruppe som allerede har fremmet og gjennomført et pliktig tilbud da 40% grensen ble passert, senere fritt kan øke sin eierandel i selskapet ytterligere. Gjeldende rett har ingen regler om gjentatt tilbudsplikt. Hvor tilbud er fremmet av en konsolidert part kan også de øvrige erverve ytterligere aksjer i det børsnoterte selskapet uten på å måtte fremsette et nytt tilbud. Men det presiseres at den enkelte må holde seg under tilbudspliktsgrensen på individuell basis. Forarbeidene⁸² til gjeldende verdipapirhandellov begrunner dette med at minoritetsaksjonærene allerede er gitt en mulighet til å selge seg ut av selskapet i den første runden, og at hensynet til disse dermed er ivaretatt. Det vises videre til at det sjelden vil betales noen kontrollpremie ved ytterligere erverv over tilbudspliktsgrensen, slik at kontrollpremiehensynet ikke nødvendigvis vil gjøre seg gjeldende. En gjentatt tilbudsplikt

⁸¹ Se Ot. prp. nr. 29 1996-97 side 69-70.

⁸² Se NOU 1996:2 side 119.

vil også kunne innebære en ny stor økonomisk belastning for oppkjøper, uten at denne til gjengjeld får økt kontroll i selskapet.

Rettstilstanden står imidlertid nå overfor en endring. I forarbeidene til ny verdipapirhandellov forelås det at det inntas en bestemmelse i § 6-6 første ledd om gjentatt tilbudsplikt ved erverv av 40% eller mer, og 50% eller mer av de stemmeberettigede aksjer i det børsnoterte selskap.⁸³ Bestemmelsen er en konsekvens av at tilbudspliktsgrensen forslås senket til 1/3 av stemmene, og vil også gjelde konsoliderte grupper.

Nedenfor belyses enkelte situasjoner som kan oppstå i forbindelse med kravet om et tidligere fremsatt tilbud i vphl § 4-6 første ledd.

I et tenkt eksempel er A og B allerede en konsolidert gruppe som henholdsvis eier 2 og 35% i det børsnoterte selskap C. Hvor A er verver ytterligere 4 % vil gruppen samlet passere tilbudspliktsgrensen på 40 %, og tilbudsplikten vil utløses på konsolidert grunnlag etter vphl § 4-1 jf § 4-5.

Hvor B deretter erverver 2 % vil B alene eie 37 % , men vil identifisert med A's eierandel være på 43 %. Det skjer imidlertid ikke noe kontrollskifte ved ervervet, da B på individuelt grunnlag ikke vil ha passert 40 % grensen. Kontrollen ligger fremdeles hos den konsoliderte gruppen som sådan, og A har allerede fremsatt tilbud på gruppens vegne. Gjeldene rett har som tidligere nevnt ikke regler om gjentatt tilbudsplikt.

I neste tilfelle er A og B er konsoliderte parter med henholdsvis 2 og 35% i C. Så foretar B et etterfølgende erverv på 6% slik at han oppnår 41% av stemmene i C og tilbudsplikt utløses på individuelt grunnlag etter § 4-1. Deretter erverver A 5% i C. Skal B's tidligere tilbud på individuelt grunnlag anses som "tilbud" i § 4-6 forstand?

⁸³ Se Ot. prp. nr. 34 2006-2007 punkt 26.2.

De øvrige aksjonærer var ved B's individuelle tilbud klar over at A og B var en konsolidert gruppe. A's erverv medfører heller ikke noe kontrollskifte eller kontrollpremie i C som kan tale for at minoritetsaksjonærene bør gis en ny exit mulighet.

Det påpekes at verdipapirhandelloven § 4-6 omhandler variasjoner i eierandeler som hele tiden holder seg over 40 prosent. Dette innebærer at et tidligere fremsatt tilbud ikke vil medføre fritak i de situasjoner hvor gruppens eierandel kommer under 40 prosent, for hvor det deretter foretas erverv som fører til at grensen overskrides på ny. Det at man en gang har fremmet et pliktig tilbud innebærer ikke at man dermed skal være fritatt for ny tilbudsplikt hvor grensen passeres flere ganger. Et pliktig tilbud må derfor fremsettes etter hovedregelen i vphl § 4-1 jf § 4-5.

Vphl § 4-6 annet ledd begrenser regelens anvendelsesområde slik det fremstår etter første ledd. Det dreier seg her om tilfeller hvor en konsolidert gruppe eide mer enn 45 prosent av aksjene ved lovens ikrafttredelse (1. desember 1997), eller som ved selskapets opptak til børsnøtering allerede eide mer enn 40 prosent. I slike situasjoner, såfremt eierandelen hele tiden er over 40 %, kan altså vedkommende konsoliderte gruppe både øke sin aksjepost ytterligere, samt selge seg ned og kjøpe seg opp igjen uten at tilbudsplikt etter første ledd utløses.

Det påpekes at det ikke gjelder noen ubetinget tilbudsplikt dersom den konsoliderte gruppen bryter grensene i § 4-6.

I de situasjoner hvor ervervet omfattes av vphl § 4-6 første ledd vil konsekvensen være at erververen enten må gi tilbud om kjøp av de øvrige aksjene i selskapet, eller foreta nedsalg i samsvar med § 4-8 jf § 4-9.

Erververen gis således to alternative valgmuligheter, og velges nedsalg uttrykker vphl § 4-9 annet ledd annet punktum at salg kan begrenses til de aksjene som ble ervervet i det etterfølgende ervervet.

3 VIRKNINGER

3.1 Tilbud eller nedsalg?

Den aksjonær som foretar et erverv som bringer vedkommende over tilbudspliktgrensen plikter å gi børsen melding om at et tilbud vil bli fremsatt til de øvrige aksjonærer, eller at nedsalg til under 40% grensen blir foretatt jf vphl § 4-8 første ledd. Denne meldeplikten utløses i alle tilfeller hvor tilbudsplikt foreligger etter en bestemmelse i § 4-1 til § 4-6. Meldeplikten påhviler ”den som har tilbudsplikt”. For en konsolidert gruppe er det da den som foretar ervervet over tilbudspliktsgrensen som plikter å gi børsen denne jf drøftelsen nedenfor under punkt 3.2.1. Det gjelder trolig ikke noe krav om at meldingen må ta stilling til hvem i gruppen som faktisk kommer til å fremsette tilbudet.⁸⁴

Meldeplikten inntre ”straks” tilbudsplikten inntre. Bestemmelsen innebærer at melding må gis umiddelbart etter ervervet er gjennomført, og ivaretar markedets behov for rask avklaring.⁸⁵

For erverv foretatt av en konsolidert part kan det spørres om ”strakskravet” gir et større tidsmessig spillerom?

En sjelden gang kan tilbudsplikten i konsolideringstilfellene komme som en overraskelse, og det kan være vanskeligere å fastlå med en gang om tilbudspliktsgrensen er passert. Det kan derfor tale for at det må bero på en konkret vurdering ut i fra hvert enkelt konsolideringsforhold om melding er gitt ”straks” i lovens forstand.

⁸⁴ Se kommentarutgave. Tor Bechmann...[et al.] Oslo 2002. side 306.

⁸⁵ Se kommentarutgave. Tor Bechmann...[et al.] Oslo 2002. side 307.

3.2 Tilbudet

3.2.1 Hvem påligger tilbudsplikten i en konsolidert gruppe?

I tilknytning vphl § 4-5 kan det stilles spørsmål om hvem i den konsoliderte gruppe tilbudsplikten bør påligge?

Utgangspunktet må tas i hovedregelen i vphl § 4-1 (1) hvor det vises til *”den som gjennom erverv blir eier”*. Gjeldende rett innebærer at når tilbudsplikt utløses på konsolidert basis vil den aksjonær som kjøper de siste aksjene som gjør at grensen for tilbudsplikt passeres, bli pålagt å inngi tilbud til de øvrige aksjonærer i selskapet.

Forholdet mellom partene i gruppen kan imidlertid føre til at dette ikke alltid vil gi den beste løsningen. Spørsmål kan derfor reises om utgangspunktet bør kunne fravikes?

Dersom for eksempel gruppen har en stor og dominerende aksjonær kan det argumenteres for å la tilbudsplikten påhvile denne i kraft av dens innflytelse over gruppen og selskapet.. Særlig gjelder dette i tilfeller hvor ervervet som overskrider grensen gjelder en liten post, og erverver samtidig er liten innenfor gruppen.⁸⁶

Hvilket medlem som skal anses som dominerende vil imidlertid måtte avgjøres etter en konkret vurdering, og vil kunne innebære et usikkerhetsmoment for aktørene i aksjemarkedet.

I forarbeidene er hensynet til aksjonærenes forutberegnelighet tillagt avgjørende vekt.⁸⁷ Tilbudsplikten vil i de fleste tilfeller kunne bli en stor økonomisk belastning, og det vil derfor også være viktig med en klar regel å forholde seg til.

En tilbudspliktig kan velge å foreta et nedsalg til under tilbudspliktgrensen jf vphl § 4-8, og derved slippe å fremme et tilbud til de øvrige aksjonærer.

⁸⁶ Se NOU 1996:2 side 118-119.

⁸⁷ Se NOU 1996:2 side 119.

Ved å la tilbudsplikten påhvile den aksjonær som kjøper de siste aksjene som medfører at grensen passerer, sikres det også parallellitet mellom det å utløse tilbudsplikt og plikten til å foreta nedsalg for å unngå den.⁸⁸

Etter gjeldende rett kan den tilbudspliktige altså ikke på egenhånd bestemme at andre i den konsoliderte gruppen skal fremme tilbudet. Derimot kan tilbud uavhengig av hvem tilbudsplikten formelt påhviler, etter enighet mellom partene, fremsettes felles fra hele eller deler av den konsoliderte gruppen.⁸⁹

Hensynet til minoritetsaksjonærene vil være ivaretatt selv om det er andre enn erverver som fremsetter tilbudet. De gis den samme exit mulighet ut av selskapet, og vil også motta den samme tilbudspris uavhengig av hvem tilbyder vil være.

I praksis har pliktig tilbud i flere tilfeller blitt fremmet av flere parter som inngår i en konsolidert gruppe. Også tilbud fremsatt av et datterselskap av den tilbudspliktige har vært godtatt av Oslo børs.⁹⁰

I forhold til reglene om flaggingsplikt i vphl § 3-2 vil to konsoliderte parter som samtidig erverver aksjer over flaggingspliktsgrensen, vil flaggingen påhvile dem begge.⁹¹ Av hensyn til klarhet og sammenheng i regelverket bør tilvarende gjelde i forhold til tilbudsplikten. Forarbeidene⁹² gir også uttrykk for dette ved at hvor det samarbeides i en oppkjøpssituasjon, vil tilbudsplikten inntre for de samarbeidende i fellesskap. Dersom to aksjonærer innen en konsolidert gruppe for eksempel eier aksjer i et børsnotert selskap, og hver av de på samme tidspunkt erverver aksjer slik at 40% grensen overskrides, vil tilbudsplikten formelt vil påhvile dem begge.

⁸⁸ Se NOU 1996:2 side 119.

⁸⁹ Se NOU 1996:2 side 124.

⁹⁰ Se Vedtak og uttalelser 2001 side 83-84.

⁹¹ Se NOU 1996:2 side 93.

⁹² Se NOU 1996:2 side 100.

3.2.2 Tilbudspris

Verdipapirhandelloven § 4-10 fjerde ledd fastsetter minstekrav til tilbudsprisen.

Paragrafen sier at *"tilbudsprisen skal være minst like høy som den høyeste vederlag tilbyderer har betalt eller avtalt for aksjen i løpet av de 6 siste måneder før tilbudsplikten inntrådte"*.

Uten regelen ville oppkjøper kunne tilby en lav kurs, og på denne måten omgå tilbudsplikten.⁹³

Hvor den tilbudspliktige tilhører en konsolidert gruppe, er det et sentralt spørsmål hvilken pris som må tilbys for de gjenværende aksjer i selskapet.

Det kan stilles spørres om også *"høyeste vederlag"* jf § 4-10 fjerde ledd, skal konsolideres etter vphl § 4-5. Etter ordlyden omhandler § 4-10 fjerde ledd bare *"tilbyderen"*, som vil si den som foretar det pliktutløsende ervervet.

Spørsmålet i det følgende er dermed om erverv som foretas av tilbyders nærstående i en konsolidert gruppe skal kunne få noen innvirkning på kravet til tilbudspris?

Besvares dette bekreftende innebærer det at tilbudsprisen må beregnes ut fra den høyeste pris noen i den konsoliderte gruppen som sådan har avtalt eller betalt de forutgående seks måneder.

Argumenter kan anføres i begge retninger, og konklusjonen må baseres på en fornuftig avveining av de ulike hensyn.

Bestemmelsen i vphl § 4-5 sier ikke noe uttrykkelig om pris, men gir hjemmel for konsolidering i forhold til *"reglene om tilbudsplikt"*. Dette kan forstås som en generell henvisning til de øvrige bestemmelser i loven som gjelder pliktige tilbud, derunder beregning av tilbudspris,⁹⁴ slik at også denne skal konsolideres.

⁹³ Se Ot. prp. nr. 53 1988-89 side 20.

⁹⁴ Se kommentarutgave. Tor Backmann....[et al.] Oslo, 2002. side 290.

Børsen har også tatt stilling til spørsmålet i sak 6/2006 i ”Vedtak og Uttalelser” side 112 (SeaDrill). Her uttales det at henvisningen til ”reglene om tilbudsplikt” i vphl § 4-5 vil omfatte tilbudspris. Videre sies det at både regelens formål og omgåelseshensyn taler for en slik tolkning, og børsen vurderer det derfor dit hen at tilbudsprisen er avhengig av konklusjonen for så vidt gjelder konsolideringen.

Forarbeidene ⁹⁵ gir som nevnt ovenfor uttrykk for at tilbud fra identifiserte grupper kan etter eget valg fremsettes for hele eller deler av gruppen, og ikke nødvendigvis bare av den tilbudsplikten formelt påhviler. En annen nærstående enn erverver kan dermed frivillig fremsette tilbudet, såfremt det tilfredsstiller lovens krav. Et argument som kan anføres er at hvis tilbudsprisen ikke var gjenstand for konsolidering ville dette medføre at gruppen strategisk og helt lovlig kunne velge at tilbudet fremmes av den part som har ervervet til lavest kurs, og på denne måten omgå reglene.

Dette vil imidlertid ikke holde stikk hvis man sier at den som frivillig fremsetter tilbudet uansett må oppfylle de samme vilkår, herunder pris, som ville gjelde for den egentlige tilbudspliktige.

Loven og forarbeidene er tause når det gjelder spørsmålet om konsolideringen også skal omfatte pris. Forarbeidene til ny verdipapirhandellov omtaler imidlertid gjeldende rett. ⁹⁶ I den forbindelse uttales det at vphl § 4-5 også omfatter den pris som nærstående har betalt eller avtalt. Det gis imidlertid ikke noen nærmere redegjørelse eller begrunnelse.

Konsolidering av tilbudspris vil kunne påføre den tilbudspliktige store tilleggsomkostninger. Et så viktig spørsmål bør i det minste være gjenstand for en grundig behandling av lovgiver – og aller helst gis en uttrykkelig lovhjemmel.

Take-over direktivet fastsetter krav til tilbudsprisen ved pliktige tilbud.

Det følger av art 5(1) at tilbudsprisen skal være ”the equitable price as defined in paragraph 5(4)” Denne er der definert som:

⁹⁵ Se NOU 1996:2 side 124-125.

⁹⁶ Se NOU 2005:17 side 41.

”The highest price paid for the same securities by the offeror, or person acting in concert with him, over a period, to be determined by the Member States, of not less than six months and not more than twelve before the bid...”

Direktivet fastsetter uttrykkelig at den pris nærstående betaler må medregnes. Derimot sies det intet om tilfeller hvor det foreligger avtaler om tilbudspris.

Det er lagt til grunn at gjeldende norske regler oppfyller direktivets minstekrav når det gjelder tilbudspris.⁹⁷

Særlig i de tilfeller hvor aksjonærer er konsolidert på grunnlag av et forpliktende samarbeid etter vphl § 1-4 nr 5, som i seg selv er en skjønnsmessig og vag bestemmelse, kan konsolidering av pris gjøre det ytterligere komplisert for markedsaktørene å forutberegne sin rettsstilling. Det vil i denne forbindelse være et ekstra usikkerhetsmoment hvis tilbyder kan komme til å måtte betale en enda høyere pris enn den han selv har betalt eller avtalt de siste seks måneder. Særlig alternativet ”avtalt” vil kunne by på store økonomiske belastende overraskelser. Den tilbudspliktige vil ikke alltid ha, eller gis mulighet til å ha kunnskap om slike avtaler.

Forutberegnelighetssynspunkter for oppkjøper taler derfor mot en konsolidering av tilbudspris.

Det må trolig antas at gjeldende norsk rett innebærer at også tilbudsprisen er gjenstand for konsolidering etter verdipapirhandelloven § 4-5, slik at det som må tilbys de øvrige aksjonærer er den høyeste pris erververen eller noen av dennes nærstående etter vphl § 1-4 har betalt de siste seks måneder.

Imidlertid kan det diskuteres om regelen gir en rimelig løsning, og om ikke minoritetsaksjonærene her gis en ekstra beskyttelse som kan ramme erververen hardt.

Argumenter kan også anføres om at disse ikke alltid vil ha noen berettiget forventning om å kunne kreve mer enn den pris erververen selv har betalt.

⁹⁷ Se NOU 2005:17 side 42.

3.2.3 Opphør

Hvor det forligger en konsolidert gruppe som opphører i tiden mellom det tilbudspliktsutløsende erverv og fremsettelse av tilbud, kan det spørres om tilbudsplikten likevel skal inntre?

Grunnene til opphør etter vphl § 1-4 kan for eksempel være at barna fyller 18 år, at selskapet opphører som konsernselskap, at kontrollerende innflytelse eller det forpliktende samarbeidet opphører.

Det er svært lite praksis på dette. Børsen har i ”Vedtak og Uttalelser” 2003 side 138 gitt uttrykk for at hvor grunnlaget for konsolidering etter vphl § 1-4 faller bort, og den enkelte aksjonær ikke alene fyller vilkårene i vphl § 4-1 vil tilbudsplikten bortfalle.

Hvor kontrollskiftesituasjonen opphører før tilbud fremmes, vil dermed ikke hensynet til minoritetsaksjonærene lenger gjøre seg gjeldende.

Et annet argument i samme retning er at tilbudsplikten bortfaller hvor erververen foretar nedsalg før tilbud fremsettes etter vphl § 4-1 første ledd annet punktum. Også dette kan begrunnes med at kontrollskifteargumenter ikke lenger er tilstede.

Det kan derfor argumenteres for at den tilbudspliktige ikke bør komme noe dårligere ut av situasjonen om kontrollen bortfaller ved opphør av konsolideringsgrunn eller ved nedsalg. Børsen gir imidlertid videre uttrykk for at selv om et konsolideringsgrunnlag opphører, kan det likevel tenkes at konsolidering kan skje etter et av de øvrige alternativer i vphl § 1-4, slik at hensynene bak tilbudspliktsreglene likevel vil gjøre seg gjeldende.

Det må derfor foretas en konkret vurdering i hvert enkelt tilfelle.

3.3 Nedsalg

Gjeldende rett gir erververen i den konsoliderte gruppe to alternative valgmuligheter i de situasjoner tilbudspliktsgrensen overskrides.

Nedsalgsalternativet er regulert i vphl § 4-9, og innebærer at hvor den tilbudspliktige velger å ikke fremsetter tilbud etter § 4-10 plikter den å avhende det antall aksjer som er nødvendig for at gruppens totale stemmeandel i selskapet kommer under tilbudspliktsgrensen.

Det er igjen hensynet til minoritetsaksjonærene som gjør seg gjeldende – den konsoliderte gruppen skal ikke inneha kontrollen i et selskap hvor tilbud ikke fremmes til de øvrige aksjonærer.

Det bemerkes for øvrig at EU's Take-over direktiv ikke hjemler noen nedsalgsrett.

3.3.1 Hvem i den konsoliderte gruppe skal foreta nedsalget?

For tilbudsplikt utløst på et konsolidert grunnlag etter § 4-5 påhviler plikten til å foreta nedsalg etter § 4-9 "erververen". Hensynet til forutberegnelighet samt parallellitet mellom det å utløse tilbudsplikt, og det å selge seg ned kan tale for en slik løsning.

Spørsmål kan imidlertid stilles om en annen aksjonær i gruppen frivillig kan foreta nedsalget med frigjørende virkning?

Som en naturlig konsekvens av at andre deltakere kan velge å fremsette tilbudet, uavhengig av hvem som formelt er tilbudspliktig, bør tilsvarende gjelde for nedsalg.

Hovedmålet med nedsalg er at den konsoliderte gruppen, sett under ett, ikke lenger skal inneha kontrollen i selskapet. Dette kan oppnås både ved at erververen selv eller dens nærstående selger seg ned slik at gruppens stemmeberettigede aksjer kommer under tilbudspliktsgrensen.

Virkingen av et tilstrekkelig nedslag er at tilbudsplikt unngås, og vil gjelde uansett hvilken grunn det har at tilbudet ikke fremsettes. Situasjonene kan for eksempel være at erververen ikke har de nødvendige økonomiske ressurser eller en feilberegning av situasjonen i en konsoliderte gruppe. Regelen kan sees som en konsekvens av at hvor et tilfredsstillende nedslag foretas innen den korte fristen, satt til fire uker, vil ikke begrunnelsen for tilbudspliktsreglene lenger være aktuell.

3.4 Midlertidig suspensjon av aksjonærrettigheter

Der hvor erververen i en konsolidert gruppe er pålagt tilbudsplikt medfører dette en midlertidig suspensjon av organisatoriske aksjonærrettigheter. Suspensjonen gjelder fra det tidspunkt tilbudsplikt inntreffer.⁹⁸

Verdipapirhandelloven § 4-8 fjerde ledd uttrykker dette ved at ” inntil tilbud er fremsatt eller salg gjennomført, kan den tilbudspliktige ikke utøve andre rettigheter i selskapet enn å heve utbytte for aksjene og utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse for den del av aksjene som overstiger tilbudspliktsgrensen”. Dette vil være nødvendig for å sikre at den kontrollerende gruppen ikke skal kunne foreta disposisjoner som kan være i strid med de øvrige aksjonærs interesser, før disse er gitt en mulighet til å komme seg ut av selskapet.⁹⁹

Det presiseres at det her bare er den tilbudspliktiges rettigheter som suspenderes.

De økonomiske rettighetene berøres imidlertid ikke, og for den del av aksjene som ligger under tilbudspliktsgrensen vil gruppen fortsatt kunne utøve alle aksjonærrettigheter.

Suspensjonen opphører når tilbud fremsettes.

⁹⁸ Se Ot. prp. nr. 29 1996-97 side 84.

⁹⁹ Se Ot. prp. nr. 29 1996-97 side 84-85.

3.5 Konsekvenser ved forsømmelse av tilbudsplikten

Behovet for sanksjoner oppstår der hvor tilbud ikke fremmes, eller et tilstrekkelig nedsalg ikke foretas innen fristen. Overtredelse av tilbudsplikten er ikke straffesanksjonert, men flere sivilrettslige sanksjoner står til disposisjon.

Etter Takeover-direktivet art 17 skal medlemsstatene, ved enhver overtredelse av nasjonale bestemmelser som gjennomfører direktivet,¹⁰⁰ selv fastsette og pålegge sanksjoner. Det stilles imidlertid krav om at medlemsstatenes sanksjoner må være effektive, forholdsmessige og preventive.

Etter gjeldende norsk rett finnes sanksjonsreglene i vphl §§ 4-19, 4-20 og 14-1, og disse vil behandles i det følgende.

3.5.1 Suspensjon av aksjonærrettigheter

Ved forsømmelse av tilbudsplikten vil erververens rettigheter som aksjonær suspenderes etter vphl § 4-19.

Vphl § 4-5 uttrykker at *"i forhold til reglene om tilbudsplikt"* regnes like med aksjer som eies av nærstående etter § 1-4. Som tidligere nevnt vil dette trolig måtte anses som en generell henvisning til reglene om tilbudsplikt.¹⁰¹ Konsekvensen vil dermed være at en eventuell suspensjon av erververens aksjonærrettigheter etter vphl § 4-19, også omfatter aksjer som eies av nærstående etter vphl § 1-4.

¹⁰⁰ Jf fortalet pkt 27 i EU direktiv 2004/25/EF om overtakelsestilbud.

¹⁰¹ Se kommentarutgave. Tor Bechmann....[et al.] Oslo, 2002. side 290.

Det kan imidlertid stilles spørsmål om rimeligheten av en slik regel?

De viktigste rettighetene som aksjeeier er å utøve stemmerett, heve utbytte samt ha mulighet til å selge aksjene. Å bli fratatt stemmeretten vil være meget inngripende.

En regel som også suspenderer nærstående aksjonærer medfører at de "straffes" for forhold som de ikke selv er ansvarlige for, og dette kan virke lite rimelig.

På den annen side er det ikke hvem som helst som "straffes". Det er erververens nærstående på bakgrunn av tilknytningsforholdet som antas å foreligge. Det presiseres imidlertid at graden av tilknytning vil være forskjellig alt ettersom hvilket grunnlag i vphl § 1-4 det konsolideres etter- de nærstående vil ikke alltid være like "nære".

Bestemmelsen gjelder de rettigheter aksjonæren har "*i selskapet*", slik at den eventuelle suspensjon vil gjelde samtlige aksjer som eies i selskapet, og ikke bare de som overstiger tilbudspliktsgrensen.¹⁰²

Det er gruppens organisatoriske rettigheter som omfattes, noe som medfører en endring i makteforholdene i selskapet. Suspensjonen vil således virke som et pressmiddel til å fremme et tilbud eller foreta et nedsalg.

Den konsoliderte gruppens økonomiske rettigheter vil imidlertid være i behold.

Forsømmelse av tilbudsplikt med vil for det første foreligge hvor det ikke er fremmet tilbud etter fristreglene i vphl § 4-10 første ledd.

Tilbudet skal fremsettes "*uten ugrunnet opphold*" og "*senest innen fire uker*".

Bestemmelsen har således en dobbel frist, men i praksis vil et tilbud som fremmes innen fire uker i de aller fleste tilfeller anses for å være fremmet uten ugrunnet opphold, slik at forsømmelse etter § 4-19 neppe anses å forligge før 4 ukers fristen er utløpt.

Forsømmelse vil videre foreligge hvor fristen for nedsalg etter § 4-9 er overskredet, dersom det er gitt melding om at slikt salg vil foretas. Manglende nedsalg som "forsømmelse" vil

¹⁰² Se NOU 1996:2 side 128.

ikke automatisk følge av ordlyden, men det fremkommer av forarbeidene at det skal omfattes.¹⁰³

Mangler ved et fremsatt tilbud skal ikke regnes som forsømmelse av tilbudsplikten slik at aksjonærrettighetene bør begrenses. Med mangler tenker man her for eksempel på tilfeller hvor tilbudet ikke oppfyller de krav som stilles til tilbudsdokumentet i vphl § 4-13.

I forarbeidene begrunnes dette med at slike mangler normalt vil rettes opp under børsens vurdering, og at en daglig mulkt i slike tilfeller vil være en mer egnet sanksjon.¹⁰⁴

Konsekvensen av at det foreligger ”forsømmelse” er at vedkommende tilbudspliktige ikke kan utøve andre rettigheter i selskapet enn retten til å heve utbytte for aksjene samt utøve fortrinnsrett ved kapitalforhøyelse. Lovteksten er klar, og utelukker alle andre aksjonærrettigheter.

Det presiseres at suspensjonsregelen er ikke absolutt. Den kan fravikes ved samtykke fra ”et flertall av de øvrige aksjeeierne”, og kan for eksempel være aktuelt hvor vedkommende aksjonærs stemmer trengs for å fatte et nødvendig vedtak i selskapet.¹⁰⁵

Spørsmålet om det er tilstrekkelig med et flertall av de møtende på den aktuelle generalforsamlingen er ikke nærmere behandlet i forarbeidene til verdipapirhandelloven, men uttrykket ”aksjeeierne” taler mot en slik forståelse. Ordlyden gir uttrykk for at flertallskravet skal knyttes til den enkelte aksjonær.¹⁰⁶

Suspensjonens varighet er avgrenset. Den gjelder ”mens tilbudsplikten foreligger” jf vphl § 4-19. Dette innebærer at hvor nedsalg er foretatt eller pliktig tilbud fremmet vil de suspenderte aksjonærrettighetene gjeninntre i sin helhet.

¹⁰³ Se NOU 1996:2 side 128 og Ot. prp. nr. 29 1996-97 side 84.

¹⁰⁴ Se NOU 1996:2 side 128.

¹⁰⁵ Se Ot. prp. nr. 53 1988-89 side 25.

¹⁰⁶ Se kommentarutgave. Tor Bechmann....[et al.] Oslo, 2002. side 405.

3.5.2 Tvangssalg av aksjer

Dersom aksjeeiere forsømmer tilbudsplikten etter § 4-1, § 4-2 tredje ledd eller § 4-6, og fristen for salg etter § 4-9 oversittes gir bestemmelsen i vphl § 4-20 børsen kompetanse til gjennomføre tvangssalg av aksjene.

I en konsolidert gruppe påligger plikten til å fremsette tilbud til de øvrige aksjonærer formelt den som ervervet de siste aksjene over tilbudspliktsgrensen.¹⁰⁷ Noe annet er hva gruppen frivillig kan bestemme.

Plikten til å foreta nedsalg etter vphl § 4-9 og tvangssalg etter § 4-20 henger nært sammen med plikten til å fremsette tilbudet. Verken vphl § 4-20 eller forarbeidene sier noe om tvangssalg av aksjer som eies av nærstående etter konsolideringsbestemmelsen i vphl § 4-5 jf § 1-4.

Mellom tilbudsplikt og nedsalgspunkt er det parallellitet.¹⁰⁸ Det kan derfor være en naturlig konsekvens at aksjer eid av nærstående ikke kan tvangsavhendes med hjemmel i vphl § 4-20.

Børsen ”kan” tvangsselge aksjene. Det vil være opp til børsens skjønn hvorvidt tvangssalg skal foretas. Bestemmelsen gir således en rett, men pålegger ingen plikt i så måte.

¹⁰⁷ Se NOU 1996:2 side 118-119.

¹⁰⁸ Se NOU1996:2 side 118-119.

3.5.3 Tvangsmulkt

Ved brudd på tilbudspliktsreglene i Verdipapirhandellovens kapittel 4, gir § 14-1 børsen hjemmel til å pålegge en daglig mulkt frem til pliktforsømmelsen opphører.

I de tilfeller hvor en annen i gruppen har sagt seg villig til å fremsette tilbudet, vil mulkten trolig likevel bli pålagt erververen. At andre enn den formelt tilbudspliktige frivillig kan fremsette tilbud begrunnes i at man ikke ønsket å hindre løsninger som de konsoliderte parter kan finne mer praktiske. Men dette innebærer ikke at tilbudsplikten som sådan er gjenstand for overføring.¹⁰⁹

Når det gjelder mulktens størrelse fastsettes denne på bakgrunn av at den skal virke som et press til oppfyllelse.

Frem til 2002 hadde børsen aldri benyttet seg av muligheten til å pålegge dagmulkt.¹¹⁰

I vedtak og uttalelse av 28.februar 2007 ble SeaDrill ilagt en mulkt på MNOK. 2 for hver børsdag inntil oppfyllelse av børsklagenemndens vedtak 6/2006.

I omgjøringsvedtaket av 28.mars 2007 fastsettes det at SeaDrills mulkt økes til MNOK. 4 per børsdag fra 23.april 2007.

¹⁰⁹ Se kommentarutgave. Tor Bechmann....[et al.] Oslo, 2002 side 824.

¹¹⁰ Se kommentarutgave. Tor Bechmann...[et al.] Oslo, 2002. side 822.

4 Litteraturliste

4.1 Litteratur

Andenæs, Mads Henry. Aksjeselskaper & Allmennaksjeselskaper Oslo, 1998

Bergo, Knut. Børs- og verdipapirrett Oslo, 2004

Christiansen, Per og Bjørland, Jan. Kommentarutgave Oslo, 1990

Hansen, Jesper Lau. Nordisk Børsret København, 2003

Kommentarutgave. Tor Bechmann....[et al.].Oslo, 2002

4.2 Lover

1985 Lov om ansvarlige selskaper og kommandittselskaper (selskapsloven) av 21.juni 1985 nr. 83.

1988 Lov om finansieringsvirksomhet og finansinstitusjoner av 10.juni 1988 nr. 80.

1997 Lov om aksjeselskaper (aksjeloven) av 13.juni 1997 nr. 44.

1997 Lov om allmennaksjeselskaper av 13.juni 1997 nr. 45.

1997 Lov om verdipapirhandel av 19.juni 1997 nr. 79.

2000 Lov om børsvirksomhet m.m (børsloven) av 17.november 2000 nr. 80.

4.3 Forskrifter

Børsforskriften av 17.januar 1994 nr. 30.

4.4 Forarbeider

Ot.prp. nr. 83 1986-87 Om lov om verdipapirbørs

Ot.prp. nr. 53 1988-89 Om lov om verdipapirhandel

Ot.prp. nr. 29 1996-97 Om lov om verdipapirhandel

Ot.prp. nr. 34 2006-07 Om lov om verdipapirhandel

NOU 1985:33 Verdipapirbørs

NOU 1996:2 Verdipapirhandel

NOU 2005:17 Om overtakelsestilbud

4.5 Direktiver

Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (EU-direktivet om overtakelsestilbud)

4.6 Artikler

Eng, Jone. Lov og rett nr.5 2001 side 279

4.7 Elektroniske dokumenter

Hjemmesiden til Oslo Børs (siste gang besøkt 21.04.2007)

Tilgang: <http://www.oslobors.no/ob>

4.8 Vedtak og Uttalelser fra børsen

Børsklagenemndens sak 2/1992

Børsens brev av 19.12.2001 side 88-90

Børsklagenemndens sak 3/2002 side 95-114

Børsklagenemndens sak 1/2003 side 120-136

Børsklagenemndens sak 4/2006 side 70-83

Børsklagenemndens sak 6/2006 side 90-112

Børsklagenemndens sak 7/2006 side 118-133

